



**Ana Rita Fernandes
Duarte**

**Impacto das fusões e aquisições no desempenho de
empresas portuguesas**



**Ana Rita Fernandes
Duarte**

**Impacto das fusões e aquisições no desempenho de
empresas portuguesas**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Economia – Ramo Finanças, realizada sob a orientação científica da Doutora Mara Teresa da Silva Madaleno, Professora Auxiliar do Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial da Universidade de Aveiro

Dedico este trabalho aos meus pais, restante família e amigos.

o júri

Presidente

Professora Doutora Celeste Maria Dias de Amorim Varum
professora auxiliar, Universidade de Aveiro

Professora Doutora Maria Paula Vicente Sarmiento
professora auxiliar, Universidade do Porto

Professora Doutora Mara Teresa da Silva Madaleno
professora auxiliar, Universidade de Aveiro

agradecimentos

Esta dissertação é a consequência de um percurso de aprendizagem, estudo e dedicação, o qual não seria possível sem a ajuda e apoio de outros intervenientes, que direta ou indiretamente prestaram o seu contributo. Desta forma, cada uma delas está refletida neste trabalho, seja por me terem ajudado a organizar e sintetizar o pensamento, a ganhar força para ultrapassar as fases mais difíceis, quer pelo simples facto de terem tido paciência. Não posso, no entanto, deixar de particularizar algumas pessoas.

À Professora Doutora Mara Madaleno, minha orientadora, que ao longo deste percurso nunca desistiu de mim e sempre se mostrou disponível e atenta às minhas dúvidas, o meu mais sincero agradecimento. Um agradecimento especial a toda a minha família, pelas suas palavras de ânimo, paciência e apoio.

E finalmente, a todos os meus amigos, em especial à Maria Bartolomeu, ao André Santos, ao João Cruz, ao Tiago Costa, ao Patrick Rodrigues e à Telma Ferreira por todo o incentivo que me deram, sempre com palavras de encorajamento, compreendendo a minha ausência.

palavras-chave

Fusão, Aquisição, História, Indicadores Económicos, Variações Bolsistas, Desempenho, Janelas Eventos.

resumo

As fusões e aquisições (F&A) são operações estratégicas usadas por empresas para fortalecer e manter a sua posição no mercado. Estas são vistas por muitos como uma forma relativamente rápida, flexível e eficiente de expandir para novos mercados, incorporar novas tecnologias e inovar. Sem essas qualidades, as empresas acreditam que é praticamente impossível ser competitivo na economia global de hoje. No entanto, o seu sucesso não é de forma alguma garantido. Perante esta incerteza de que tudo corra de forma vantajosa, o presente trabalho pretende avaliar através do estudo do impacto do processo de fusão ou aquisição o desempenho das empresas portuguesas. Procedemos a duas metodologias para chegar a uma conclusão sobre este estudo. Primeiramente foi feito o cálculo e análise de indicadores económico-financeiros antes e depois da realização da F&A e em segundo, uma análise do efeito de notícias boas e más referentes ao anúncio da mesma através da metodologia das janelas de eventos para cinco casos de F&A ocorridos em Portugal, sendo assim o método de análise baseado em casos de estudo. Foi possível verificar, regra geral, um desempenho superior das empresas adquirentes após o processo de F&A. Concluiu-se que os mercados reagem de forma distinta às boas e às más notícias e que o investidor é alvo de alterações de comportamento em termos de sentimento antes e após o anúncio. Deste modo a análise é sensível à distinção por tipos de notícias, sendo necessária a sua correta classificação. Por último, os resultados parecem indicar que as reações do mercado acionista aos processos de F&A estão dependentes da situação económico-financeira corrente, resultado que merecerá futuramente uma análise posterior mais cuidada e profunda.

keywords

Merger, Acquisition, History, Economic Indicators, Stock Market Fluctuations, Performance, Event Windows.

abstract

Mergers and acquisitions (M&A) are strategic operations used by companies to strengthen and maintain its market position. They are seen by many as a relatively fast, flexible and efficient way to expand into new markets, innovate and incorporate new technologies. Without these qualities, companies believe that it is virtually impossible to be competitive in today's global economy. However, their success is by no means guaranteed. Given this uncertainty that all goes advantageously, the present work aims to assess by studying the impact of merger and acquisition performance of Portuguese firms process. First of all, we have proceed with the calculation and analysis of financial-economic indicators before, during and after the realization of the M&A and in second, the analysis of the effect of good and bad news referred to the announcement of it through the event Windows methodology for five specific cases of M&A in Portugal, and so the method of analysis is based over case studies.

It was possible to notice, in general terms, a higher performance of the acquiring companies after the M&A process. We conclude that markets react in a distinct way to good and bad news and that the investor is target of behavioral changes in sentiment terms before and after the announcement. In this way the analysis is sensitive to the distinction by types of news, being extremely necessary its correct classification. Lastly, results seem to indicate that stock market reactions to M&A processes depend over the current economic and financial situation, a result which will deserve in the future a more deeper and careful analysis.

Índice

1.	Introdução	1
2.	Enquadramento Histórico.....	5
2.1	Motivações para a existência de F&A	7
2.2	Enquadramento Legal	7
2.3	Dados Estatísticos.....	8
3.	Revisão da Literatura	11
4.	Metodologia de Investigação	17
4.1	Indicadores económico-financeiros	17
4.2	Estudos de caso	19
4.3	Modelo Econométrico	20
4.3.1	Janela de Observação / Janelas de Eventos	21
4.3.2	Qualificação das notícias	22
4.3.3	Retornos anormais.....	23
5.	Estudos de Caso - Análise	27
5.1	Optimus+Zon.....	27
5.2	Sumol + Compal.....	28
5.3	Aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae.....	28
5.4	Aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa	29
5.5	Aquisição da Tertir pela Mota-Engil	29
6.	Resultados e análise	31
6.1	Indicadores económico-financeiros das empresas em estudo.....	31
6.1.1	Optimus+Zon.....	31
6.1.2	Sumol + Compal	33
6.1.3	Aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae.....	34
6.1.4	Aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa	36
6.1.5	Aquisição da Tertir pela Mota-Engil	37
6.2	Janelas de Eventos e Notícias	38
6.2.1	Optimus+Zon.....	39
6.2.2	Sumol+Compal	42
6.2.3	Aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae.....	45
6.2.4	Aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa	48
6.2.5	Aquisição da Tertir pela Mota-Engil	51
7.	Conclusão	55
	Referências Bibliográficas	57

Índice de Tabelas

Tabela 1 - A aplicação de índices financeiros na avaliação do desempenho por alguns autores ..	17
Tabela 2 - Janela de observação utilizada por alguns autores em casos de estudos de fusões e aquisições.....	21
Tabela 3 - Informação numérica do total de notícias (boas e más) e datas da ocorrência de notícias sobre F&A	23
Tabela 4 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de fusão da Optimus+Zon	31
Tabela 5 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de fusão Sumol+Compal	33
Tabela 6 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae.....	34
Tabela 7 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de aquisição parcial do Grupo Semapa sobre a Portucel	36
Tabela 8 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de aquisição da Tertir pela Mota-Engil	37
Tabela 9 - Resultados dos retornos anormais médios (AR) e dos retornos médios anormais acumulados (CAR) na empresa Optimus+Zon.....	39
Tabela 10 - Resultados dos retornos médios anormais (AR) e dos retornos anormais médios acumulados (CAR) na empresa Sumol+Compal.....	42
Tabela 11 - Resultados dos retornos médios anormais (AR) e dos retornos anormais médios acumulados (CAR) no Grupo SONAE	45
Tabela 12 - Resultados dos retornos médios anormais (AR) e dos retornos anormais médios acumulados (CAR) no Grupo Semapa	48
Tabela 13 - Resultados dos retornos médios anormais (AR) e dos retornos anormais médios acumulados (CAR) na empresa Mota-Engil	51

Índice de Figuras

Figura 1 - Número de F&A e respectivo volume (em milhares de milhões EUR) em Portugal	9
Figura 2 - Janela de observação utilizada para o estudo de evento	22
Figura 3 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias – Boas, no processo de fusão Optimus+Zon.....	40
Figura 4 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de fusão Optimus+Zon.....	40
Figura 5 – Retornos anormais acumulados (<i>CAR</i>) médios para a empresa Optimus+Zon	41
Figura 6 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias - Boas, no processo de fusão da Sumol+Compal	43
Figura 7 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de fusão da Sumol+Compal	43
Figura 8 – Retornos anormais acumulados (<i>CAR</i>) médios na Sumol+Compal.....	44
Figura 9 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias - Boas, no processo de aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae	46
Figura 10 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae	46
Figura 11 - Retornos anormais acumulados (<i>CAR</i>) médios para a aquisição do Carrefour Portugal S.A. pelo Grupo Sonae	47
Figura 12 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias - Boas, no processo de aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa	49
Figura 13 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa	49
Figura 14 - Retornos anormais acumulados (<i>CAR</i>) médios para a aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa	50
Figura 15 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias - Boas, no processo de aquisição da Tertir pela Mota-Engil.....	52
Figura 16 - Retornos anormais (<i>AR</i>) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de aquisição da Tertir pela Mota-Engil.....	52
Figura 17 - Retornos anormais acumulados (<i>CAR</i>) médios para a aquisição da Tertir pela Mota-Engil.....	53

Siglas e Abreviaturas

F&A	Fusão e Aquisição
CAPM	Capital Asset Pricing Model
EU	União Europeia
EUA	Estados Unidos da América
RU	Reino Unido
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CMV	Código dos Valores Mobiliários
CSC	Código das Sociedades Comerciais
	Ordinary Least Squares (Método dos mínimos quadrados)
OLS	
PSI	Portuguese Stock Index
RCP	Rendibilidade dos Capitais Próprios
RV	Rendibilidade das Vendas
ROA	Rendibilidade Operacional do Ativo
EPS	Earning per Shares ou Lucro por ação
AR	Retorno anormal
MM	Market Model ou Modelo de Mercado
VAL	Valor Atual Líquido
CAR	Retorno anormal acumulado
\overline{AR}	Retorno anormal médio
\overline{CAR}	Retorno anormal médio acumulado ou retorno anormal acumulado médio

“Attitude has changed in part because opportunities and market demands have changed. But in addition, it must be admitted that M&A is one of the most interesting challenging topics taught in business school.” – Scherer (2006, p.335)

1. Introdução

É possível verificar na literatura existente e pelas notícias recentes, que têm sido crescentes os processos de Fusões e Aquisições (F&A) efetuados pelas empresas, quer a nível nacional quer a nível internacional.

Face à conjuntura atual e segundo uma notícia do jornal Económico (2014)¹, “Dados facultados à Lusa pela consultora norte-americana MergerMarket - que analisa há vários anos as tendências de aquisições e fusões no planeta - indicam que as 25 operações já realizadas até hoje representam um aumento de 447% face ao total das 37 operações de 2013. (...) No total, e desde o início da crise em 2007, realizaram-se aquisições e fusões de empresas com sede em Portugal no valor de 44.086 milhões de euros. Os dados confirmam ainda a grande importância dos investidores de fora da União Europeia (UE), neste tipo de operações, com um valor total de 11.128 milhões de euros, este ano, a vir de fora do espaço europeu.”

Com base na informação e nos dados publicados para Portugal, ao nível de estudos académicos e de publicações estatísticas, económicas, contabilísticas, jurídicas e fiscais, não é fácil proceder a uma caracterização global do panorama nacional das F&A. A maior parte dos estudos publicados são de natureza teórica e abordam questões jurídicas ou normativas, ou técnicas. Os estudos empíricos são escassos e, na maioria, não se alongam para além da exemplificação da aplicação de legislação/normas ou técnicas, ou da análise de estudos de caso (*case studies*).

No entanto, este é um processo com algumas dificuldades e que se deve ao facto das empresas adquirentes, em particular, sofrerem desvalorizações em muitos dos negócios. O objetivo das empresas, ou seja, mais propriamente do empresário é tirar o melhor proveito possível do processo de fusão ou aquisição de uma nova empresa. E assim com isto usufruir das vantagens dessa estratégia negocial, aproveitando os pontos fortes associados a futuras oportunidades, ou reverter potenciais ameaças detetadas da mesma estratégia em oportunidades a usufruir. Todavia, é possível encontrar algumas dissertações e artigos científicos que estudam em profundidade diversos assuntos relacionados com os processos de F&A em Portugal e fora dele (Barreira, 2011; Wong et al., 2009; Feito-Ruiza et al., 2014; Chang et al., 2013; Latorre et al., 2014; Ismail et al., 2011; Kim, 2012; Grigorieva et al., 2013).

Deste modo, o objetivo central do estudo é primeiramente, identificar e avaliar o impacto após o anúncio de F&A nas rendibilidades das empresas do mercado português e seguidamente, calcular a reação das ações ao pré e pós lançamento de notícias referente ao processo de F&A.

Nesta primeira metodologia são calculados quatro indicadores económico-financeiros e posteriormente feita uma análise dos mesmos. Sendo estes a Rendibilidade dos Capitais Próprios (ROE) (Cohen, et al., 2008), Rendibilidade das Vendas (ROS), a Rendibilidade do Ativo (ROA) (McGivern e Tvorik, 1998) e o Resultado ou Lucro por Ação (EPS). Além disto é feita uma comparação ao nível da cotação das ações das empresas em estudo e da sua variação antes e

¹ http://economico.sapo.pt/noticias/fusoes-e-aquisicoes-em-portugal-ja-atingem-12-mil-milhoes-de-euros-este-ano_202089.html

depois do processo de fusão ou aquisição através da metodologia estudo de eventos (utilizada por MacKinlay (1997)) onde se analisam o impacto das boas e más notícias libertadas no mercado acerca destes processos de F&A de modo individualizado.

Até à data, a maioria dos estudos envolvendo F&A usaram, como medida de desempenho, o retorno das ações ou o retorno contabilístico, independentemente da avaliação dos ganhos do desempenho resultantes da fusão ou aquisição. A maioria dos autores que usaram como medida de desempenho o retorno das ações das empresas adquirentes centraram-se na variação dos preços das ações no curto prazo, até 6 meses, ou no longo prazo, entre 1 e 5 anos, e todos eles têm apresentado alguma consistência no que se refere ao retorno, em média, negativo para as adquirentes (Sirower e O'Byrne, 1998).

Para o desenvolvimento deste trabalho procedeu-se à recolha de anúncios na imprensa e artigos sobre a ocorrência de F&A de empresas nacionais, à consulta de plataformas bolsistas, bem como de elementos contabilísticos, nomeadamente demonstrações financeiras, que tornam possível a determinação do valor da empresa adquirente antes da operação e depois da operação de fusão ou aquisição e assim, construir indicadores económico-financeiros com base nesta recolha que nos permitiram avaliar o impacto das F&A no valor da empresa. A extensão desta recolha dependeu dos dados disponíveis, assim como da definição da metodologia correta a utilizar, sendo que em muitos casos foi a análise de retornos anormais a metodologia de escolha para este tipo de estudos.

Dessa forma, segundo Martynova et al. (2007), as maiores empresas do setor podem obter mais lucro via crescimento e expansão por meio da estratégia de aquisição de empresas menores como forma de integração horizontal, aumentando a participação de mercado e propiciando um crescimento rápido que pode gerar sinergias, por vezes representando uma verdadeira ameaça à concorrência. Não faz sentido que se destrua valor, sendo esta a génese das sinergias que consiste em aproveitar o melhor de duas realidades e fazer que o todo seja superior à soma das componentes originais.

Os processos de fusão ou aquisição que serão submetidas a estudo numa tentativa de se avaliar com recurso a estudos de caso concretos em Portugal serão a fusão Optimus+Zon, a fusão Sumol+Compal, a aquisição da Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae, a aquisição parcial do capital da Portucel pelo grupo Semapa e por último, a aquisição da Tertir pela Mota-Engil. Foram estes processos escolhidos para realizarmos o estudo presente pelo simples facto de terem sido fusões ou aquisições correspondentes a empresas grandes, com renome nacional e que tiveram algum impacto no mercado português.

Dado que existem poucos estudos aplicados ao mercado português que analisam os impactos das F&A sobre a performance financeira das empresas e analisam os efeitos sobre os retornos das notícias libertadas (boas e más) para o mercado sobre estes processos em termos de empresas adquirentes, torna-se interessante analisar esta temática, que será assim o objetivo principal da mesma. Podemos assim resumir as principais conclusões obtidas. Com base nos indicadores económico-financeiros verifica-se, na generalidade dos cinco processos de F&A analisados em

Portugal, um desempenho superior das empresas após o processo de F&A, apesar de no caso Sonae-Carrefour o processo influenciar negativamente o desempenho, pelos resultados obtidos na presente análise. Pode-se ainda constatar que os mercados reagem de modo diferente às boas e às más notícias e verificou-se que o investidor é objeto de alteração de sentimento antes e após o anúncio. A reação dos investidores depende se a notícia libertada é considerada boa ou má. Os resultados parecem ainda indicar que a reação dos investidores ao anúncio da fusão ou aquisição depende da situação económico-financeira aquando do mesmo, mas é preciso um estudo mais detalhado a este respeito que nos permita retirar conclusões definitivas neste sentido.

Para além desta introdução, a presente dissertação está dividida em sete secções: a segunda secção será constituída pelo enquadramento histórico das F&A; na terceira secção é feita uma revisão da literatura onde serão desenvolvidos alguns conceitos sobre F&A e algumas abordagens de autores sobre estudos por eles desenvolvidos; na quarta secção será descrita a metodologia usada para os cálculos a realizar de modo a explicar a escolha sobre o uso de indicadores económico-financeiros, dos estudos de caso, e das variações nas cotações das ações bolsistas; na quinta secção é feita uma apresentação dos casos de empresas portuguesas a serem estudadas e das respetivas análises; na sexta secção, inicialmente é feita a apresentação dos resultados dos indicadores económico-financeiros e posteriormente, a análise desses mesmos indicadores ao longo dos cinco anos estudados das empresas; e ainda, uma avaliação da reação das ações das empresas face ao anúncio das fusões ou aquisições e após a concretização da operação; e na sétima e última secção são tiradas as ilações finais dos casos estudados.

2. Enquadramento Histórico

As F&A são uma das formas de reestruturação mais utilizadas pelas empresas desde a primeira pós revolução industrial, entre 1897 e 1904, e após a depressão de 1883, que teve enfoque nas indústrias alimentares, petrolífera, equipamentos de transporte, metalurgia e produtos químicos, na sua maioria horizontais² (Brakman et al., 2005, e McNamara et al., 2008). Estas incluíram grandes decisões de investimento, tendo como objetivo uma perspetiva de expansão, diversificação ou crescimento do negócio.

Devido ao fenómeno de globalização da indústria e dos mercados, e da integração europeia, as empresas dos países desenvolvidos adotaram uma nova estratégia de internacionalização. As fusões e aquisições domésticas e internacionais ocorrem tendo em vista um objetivo comum, que a empresa conjunta gere valor, ou crie utilidade para as empresas intervenientes (Erel et al., 2012). Os gestores acreditam que devem comprar os seus rivais, ou sujeitam-se a serem comprados à medida que as indústrias se vão consolidando. Convém cada vez mais às empresas que procuram conquistar a curto prazo novas quotas de mercado optar por estratégias que incluem a implantação nos países estrangeiros, através da criação de sucursais, ou escritórios de representação, a fim de aceder rapidamente a uma dimensão julgada ótima perante a concorrência mundial. Em contrapartida as F&A são formas de investimento desenvolvidas em condições de incerteza e nem sempre o objetivo pretendido é alcançado. Estes processos ocorrem por motivos económicos, políticos, institucionais ou influência dos acionistas (Wood et al., 2004).

Olhando para a definição e de acordo com o Código das Sociedades Comerciais (CSC), o processo de fusão significa basicamente a união de duas empresas, normalmente empresas semelhantes, com troca de ações, de forma a dar origem a uma outra. As fusões podem ser caracterizadas como *“any transaction that forms one economic unit from two or more previous units”* (Weston e Weaver, 2001, p.6, Table 1.3), ou então, como *“A merger is a combination of two corporations in which only one corporation survives and the merged corporation goes out of existence”* (Gaughan, 1999, p.12).

De acordo com o CSC a fusão pode realizar-se de duas formas distintas. A fusão por incorporação ($A+B=A$) e a fusão por concentração ($A+B=C$). Na fusão por incorporação é através da transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra que se designa sociedade incorporante. A sociedade incorporante integra por contrapartida aos sócios ou acionistas das empresas incorporadas, quotas ou ações representativas do seu capital social, na base do valor atribuído durante as negociações ao património das empresas alvo em relação ao valor da incorporante. A fusão por concentração ocorre mediante a constituição de uma nova

² A definição encontra-se na página seguinte.

sociedade para a qual se transferem os patrimónios das empresas combinadas e se atribuem aos sócios e acionistas da nova empresa as respetivas partes de capital em função do valor atribuído durante as negociações a cada uma das empresas a serem fundidas na nova sociedade. Para além das partes de capital podem ser atribuídas aos sócios das empresas incorporadas ou fundidas as quantias em dinheiro que não podem exceder 10%.

Por outro lado, define-se aquisição como um processo em que uma empresa, ou um grupo de investidores (*bidder*) adquire, de forma total ou parcial, ações de uma outra empresa (*target*), e apenas a empresa adquirente mantém a sua identidade (Triches, 1996, p.15). A aquisição pode ser feita através do pagamento em dinheiro (*cash*), ações ou com outros títulos. Segundo Ross et al. (2002) os processos de F&A podem ser classificados como: horizontais, verticais e conglomerados. As F&A horizontais ocorrem entre empresas do mesmo setor de atividade, muitas vezes concorrentes. Nas verticais estão envolvidas empresas que fazem parte do mesmo setor produtivo. Por sua vez, os conglomerados ocorrem quando as empresas não pertencem ao mesmo setor e têm como objetivo diversificar o investimento.

Finalmente, podem-se distinguir as fusões, tendo como critério a permanência (ou não) dos acionistas. Assim, tem-se uma aquisição quando os acionistas de uma das empresas abandonam, e fala-se de uma fusão quando todos ficam como acionistas (Weston et al., 2001). Brealey et al. (2007, p.1032) transmitiram que “seria bom se pudéssemos dizer que certos tipos de F&A são geralmente bem-sucedidas e que outros falham. Infelizmente não conhecemos generalizações tão simplificadoras.”

Morak et al. (1990) e Lang e Stulz (1994) afirmam que as F&A entre empresas diversificadas, isto é, não horizontais, têm menos probabilidade de sucesso que as F&A entre empresas do mesmo setor, uma vez que a diversificação do negócio traz mais e maiores riscos, devendo as empresas do mesmo setor unir-se, criando sinergias e tornando-se mais competitivas. Também Porter (1987) e Ravenscraft e Pascoe (1989) encontram evidência de taxas de desinvestimento elevadas na presença de F&A entre empresas de setores diferentes, chegando assim à conclusão de que as F&A entre empresas que não pertencem ao mesmo setor são um pior investimento do que as empresas do mesmo setor.

No entanto, Amihud e Lev (1981) e Mc Afee e Williams (1988) nos seus estudos expõem que as F&A não horizontais (isto é, empresas que fazem parte do mesmo processo produtivo) têm retornos médios anormais superiores, defendendo o facto com o efeito de diversificação do risco. Os diversos autores alegam que nem todos os acionistas têm o mesmo grau de aversão ao risco, e que pretendem nos negócios dos processos de estudo em causa, entre empresas de setores diferentes, uma maneira de diversificar a sua carteira de investimentos, de forma, a diminuir o seu grau de risco.

2.1 Motivações para a existência de F&A

Com toda esta diversidade de constatações sobre a revisão em estudo, Seth et al. (2000) acharam prudente perceber quais os motivos que levam as empresas a pretenderem fundir-se ou adquirir outra. Daí apresentarem três hipóteses para explicar os motivos das F&A: hipótese da sinergia, hipótese da gestão e hipótese do orgulho exagerado. De acordo com Gregoriou e Renneboog (2007, p.87), a hipótese da sinergia explica que o valor da nova empresa é superior à soma individual das duas empresas antes do processo. Mueller e Sirower (2003, p.2) consideram que a palavra sinergia entrou com maior importância no dicionário das F&A durante a vaga de fusões de 1960, para descrever os ganhos a partir de fusões em conglomerado que não eram facilmente identificados, mas estavam presentes na sua justificação. Para Bruner (2004), uma operação de F&A sinérgica é aquela que vem criar valor para os acionistas, que eles não seriam capazes de criar por conta própria através da combinação de ações numa carteira.

Como principais causas de sinergias num processo de F&A pode enumerar-se: as economias de escala, que surgem como resultado da redução dos custos de produção; as economias financeiras, que são o resultado de uma melhor estrutura de capital, com maior capacidade de alavancagem a um menor custo de endividamento; o aumento da quota de mercado, que está relacionado com o aumento do poder de negociação junto dos fornecedores, clientes e concorrentes; e por último, a inovação tecnológica que é consequência da transferência de tecnologia e *know - how* (Palepu et al., 1992; Capron e Pistre, 2002).

No âmbito da hipótese da gestão, os gestores recorrem a processos de F&A de acordo com interesses pessoais, em prejuízo da maximização do valor dos acionistas.

Por fim, de acordo com a hipótese do orgulho exagerado, o preço da empresa alvo foi mal avaliado pelos gestores da empresa adquirente, mas estes ainda assim pretendem continuar com o processo, assumindo que o valor está correto. Este excesso de confiança pode resultar em custos de transação elevados, tendo como consequência a diminuição da riqueza dos acionistas.

2.2 Enquadramento Legal

As F&A são operações que cada vez mais se têm vindo a realizar por todo o mundo (Wong e Cheung, 2009), daí a necessidade de haver uma legislação internacional que regule essas mesmas operações a nível mundial. A legislação que regula os processos de F&A das empresas em Portugal é o Código das Sociedades Comerciais (CSC). No capítulo IX – *Fusão de sociedades*, artigos 97º a 117º, está regulado o processo jurídico das fusões. Mais precisamente, no n.º 4 do art. 97.º do CSC, é descrita uma definição ampla de fusão ao considerá-la, para o caso da fusão por incorporação, como uma operação que ocorre:

“a) Mediante a transferência global do património de uma ou mais sociedades para outra e a atribuição aos sócios daquelas de partes, ações ou quotas desta”, ou para o caso da fusão por concentração;

“b) Mediante a constituição de uma nova sociedade, para a qual se transferem globalmente os patrimónios das sociedades fundidas, sendo aos sócios destas atribuídas partes, ações ou quotas da nova sociedade”.

Para além do CSC, as operações de F&A são sujeitas a regras por parte da Autoridade da Concorrência, entidade que tem a responsabilidade de assessorar o Governo, a pedido deste ou por iniciativa própria, na definição das linhas estratégicas e das políticas gerais, tendo em vista o funcionamento eficiente dos mercados, a repartição eficaz dos recursos e os interesses dos consumidores, sugerindo ou propondo medidas de natureza política ou legislativa. Além desta, também a Comissão Europeia tem soberania para investigar processos de concentração e evitar o surgimento de monopólios indesejados, podendo travar essas operações monopolistas.

Por fim, as empresas cotadas em bolsa interessadas em adquirir participações de outras empresas devem respeitar os termos que compõem o Código dos Valores Mobiliários (CMV). Código esse pelo qual a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) se rege. Um dos principais objetivos é o de garantir a integridade e transparência dos mercados, pelo que a divulgação de informação de qualidade por parte dos agentes envolvidos é um ponto fundamental na sua atuação. Neste âmbito, no Art.7º n.º1 do CMV (Decreto-Lei N.º486/99 de 13 de Novembro), o legislador define as qualidades que a informação deverá possuir, “deve ser completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita”. A informação é, assim, um dos condutores fundamentais da atuação da CMVM com vista à proteção dos agentes envolvidos, estando bem patente na legislação que a mesma deverá ser adequada.

2.3 Dados Estatísticos

Podemos dizer que as operações de F&A são o processo mais popular de crescimento das empresas nos últimos anos, tendo havido um crescimento sucessivo do número de transações e valores monetários envolvidos apesar das dúvidas quanto ao valor efetivo criado para os investidores das empresas adquirentes (Schuler et al., 2002). São várias as empresas de consultoria que apresentam dados sobre F&A efetuadas em Portugal e no Mundo.

Segundo a *Dealogic*³, entre 2007 (pré-crise) e inícios de 2014 existiram na Europa mais de 27000 processos de fusão ou aquisição. Sobre números em Portugal verificamos que os mesmos são difíceis de obter, no entanto, o *IMAA (Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances)*⁴ forneceu

³ Plataforma utilizada pelos Bancos de Investimentos em todo o mundo.

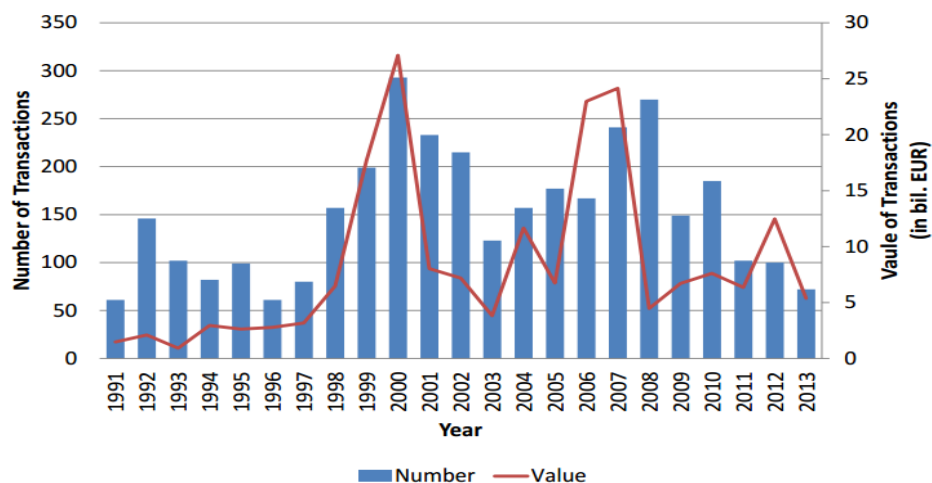
(<http://www.dealogic.com/media/market-insights/ma-statshot/>)

⁴Fonte: Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis

([http://www.imaa-institute.org/docs/announced%20mergers%20&%20acquisitions%20\(portugal\).pdf](http://www.imaa-institute.org/docs/announced%20mergers%20&%20acquisitions%20(portugal).pdf))

um gráfico (Figura 1) como se pode constatar a seguir, com dados relativos ao número de fusões e aquisições tal como o valor das mesmas entre o período de 1991 e 2013. Registando em 2000 o seu auge com 280 processos de F&A no valor de aproximadamente 27 mil milhões de euros. E mais recentemente, em 2013, realizaram-se 70 processos de F&A no valor de 7 mil milhões de euros.

Figura 1 - Número de F&A e respectivo volume (em milhares de milhões EUR) em Portugal



Fonte: IMAA (Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances)⁴

3. Revisão da Literatura

O desempenho resultante das F&A é um estudo que tem vindo a ser feito por vários autores ao longo de várias décadas, na sua maioria nos Estados Unidos da América (EUA) e Reino Unido (RU), onde estes processos têm um papel importante na economia empresarial e acontecem em grande número. É importante realçar o facto de os autores não partilharem a mesma opinião sobre este tema, ou seja, a apreciação dos autores sobre a existência de um aumento ou diminuição do desempenho das empresas após uma fusão ou aquisição diverge de autor para autor. Na verdade, existem conclusões diferentes dos diversos autores, por estes usarem diferentes *benchmarks* e medidas de desempenho operacional. O ponto de discórdia deve-se ao facto de não haver um método “universal” ou que seja mais viável para medir o desempenho das empresas, isto é, cada autor apresenta o seu estudo com base no método que acha mais adequado, o que impossibilita uma comparação entre estudos.

Como já foi referido anteriormente, a literatura sobre este tema tem sido bastante divergente, no entanto, uma grande parte dos autores parece concordar com a ideia de que as operações de F&A produzem ganhos quando se consideram em conjunto a empresa adquirente e a empresa-alvo, transmitindo a evidência de que o mercado avalia estas operações como criadoras de valor. No entanto, esta evidência depende de muitos fatores, que serão abordados a seguir nesta secção do presente trabalho, e que devem ser observados quando se quer medir o desempenho das empresas após uma operação de F&A. Porém, até ao momento a maioria dos estudos desenvolvidos usaram, como medida de desempenho, o retorno das ações ou o retorno contabilístico, independentemente da avaliação dos ganhos do desempenho resultantes da aquisição (Martin e Petty, 2000; Dodd e Ruback, 1977).

Com isto se percebe que o primeiro e principal ponto de discórdia entre autores refere-se à dificuldade na escolha de medidas e metodologias para medir o desempenho das empresas. Em relação ao retorno das ações para as empresas cotadas em bolsa, a maioria dos estudos realizados têm mostrado que o mercado reage imediatamente ao anúncio de aquisição de uma empresa, fazendo uma avaliação superficial sobre o futuro da aquisição no que respeita ao valor da empresa e ao seu desempenho. Relativamente à análise contabilística, quando é comparado o desempenho pré e pós aquisição com base no crescimento dos lucros, na maioria dos casos irá obter-se um desempenho positivo e estatisticamente significativo, por sua vez, se o desempenho for medido com base nos *cash-flows*, este será positivo mas estatisticamente não significativo (Powell e Stark, 2005; Cosh et al., 2006).

Em suma, os estudos sobre o desempenho das empresas em processos de F&A podem dividir-se em três grupos:

- Os estudos que indicam que houve uma melhoria significativa do desempenho;
- Os estudos que indicam que existiu uma decadência do desempenho;

- Os estudos que mostram que não houve mudanças significativas no desempenho das empresas.

Os estudos mais recentes dos Estados Unidos da América (EUA) demonstram que o lucro das empresas adquirentes se manteve constante (Moeller e Schlingemann, 2004; Ghosh, 2001) ou, segundo Gregoriou e Renneboog (p.81) que cita (Heron e Lie, 2002; Linn e Switzer, 2001) aumentou significativamente após o processo de F&A, o que comprova mais uma vez a discordância entre autores. Na Europa as conclusões de estudos feitos no Reino Unido são mais contraditórias porque, por um lado, indicam que houve um declínio significativo do desempenho após a aquisição (Dickerson et al., 1997), mas por outro, apontam para um crescimento significativo (Powell e Stark, 2005). Apesar de a maior parte dos estudos sobre F&A provirem dos EUA e RU, este tema também já foi analisado na Europa Continental de onde surgiram alguns estudos que destacam a existência de um decréscimo das vendas e um aumento estatisticamente não significativo nos lucros pós-aquisição o que leva a que o desempenho, de uma forma geral, não se altere significativamente (Gugler et al., 2003). A contradição entre estudos acontece em estudos asiáticos que apontam para conclusões distintas, nomeadamente no Japão, onde operações de F&A levaram a uma diminuição do desempenho após a aquisição nas empresas nacionais, enquanto na Malásia as aquisições estão associadas a uma melhoria do desempenho (Rahman et al., 2004).

Segundo Kumar⁵ (2009), os países em vias de desenvolvimento estão a usar as F&A como principal estratégia de globalização. Em teoria, estas geram sinergias e aumentam o poder de mercado das empresas. Para os defensores de tais operações, elas permitiam o aumento de receitas ou a redução de custos, de forma a compensarem mais do que o prémio pago. Nesta perspectiva, as F&A seriam sempre um excelente negócio. No entanto, conforme demonstram os estudos empíricos, muitas operações apresentam resultados decepcionantes (Clark e Ofek, 1994, Dickerson et al., 1997), seja pela duvidosa motivação dos gestores (Jensen, 1986, Morck et al., 1990, Harford e Li, 2007), seja por uma incorrecta avaliação do negócio, traduzida num reduzido valor das sinergias efetivamente geradas face ao das sinergias previstas (Moeller et al., 2004).

Com estas observações podemos concluir que os fatores que mais interferem no desempenho das empresas nas operações de F&A são, de acordo com a literatura estudada, os seguintes: a medida de desempenho (Agrawal e Jeffrey, 2000; Martynova e Renneboog, 2008; Gugler et al., 2012), pois a metodologia usada condiciona todos os resultados e conclusões dos diferentes estudos; o método de pagamento (Wansley et al., 1983; Huang e Walking, 1987), uma vez que a evidência empírica sugere que a longo prazo a compra a dinheiro está associada a um melhor desempenho e mais significativo nas empresas; as negociações, pois se existir uma aquisição

⁵ Kumar, N. (2009), *How emerging giants are rewriting the rules of F&A*, Harvard Business Review, <http://hbr.org/2009/05/how-emerging-giants-are-rewriting-the-rules-of-ma/ar/1>

pacífica, esta está associada a uma melhoria de desempenho a longo prazo, porque só quando existem fortes sinergias é que estas operações são bem sucedidas (Burkart e Panunzi, 2006); aposta em novos setores, que está associada a várias desvantagens que podem ultrapassar as possíveis sinergias e resultarem numa descida do desempenho pós-aquisição das empresas em conjunto (Scharfstein e Stain, 2000, p.185-199); e por último, a dimensão das empresas, em que é expectável que de aquisições de empresas de maior dimensão se obtenham mais sinergias ao nível financeiro, operacional e economias de escala do que em empresas com menor dimensão (Powell e Stark, 2005; Moeller e Schlingemann, 2003; Healy et al., 1992). Feita esta análise dos factos e dos estudos realizados por alguns autores, verificamos que o desempenho depois de uma operação de fusão ou aquisição pode aumentar, no entanto, este é muito condicionado pelos fatores anteriormente referidos.

A integração da empresa adquirida por parte da empresa adquirente será outro fator através do qual o desempenho da empresa poderá sofrer alterações significativas pois a experiência na área da gestão, reforçada com estudos realizados, demonstra/evidencia que esta fase é a mais importante no processo de criação de valor, tornando-se essencial que a empresa adquirente desenvolva as competências necessárias para gerir a integração das duas estruturas organizacionais antes de se poder avaliar com segurança, que valor poderá ser retirado das duas empresas combinadas. A fase de integração é então um condicionante do sucesso de praticamente todas as fases anteriores do processo de aquisição.

Todavia é ainda escassa a informação sobre o desempenho da cotação das ações nos processos de F&A pelo que surgiu a necessidade desta abordagem bem como de outras realizadas por investigadores dentro da temática em estudo. A pesquisa científica atual mostra aumentos significativos no preço das ações aquando do anúncio da aquisição de empresas não cotadas, enquanto que os anúncios de aquisições de empresas cotadas em bolsa geralmente causam quedas significativas. As explicações propostas para esta avaliação diferente relacionam-se com oportunismo gerencial e informação assimétrica (Feito-Ruiza et al., 2014).

Existe também um estudo realizado recentemente sobre o qual incide a análise, se o impacto do anúncio da fusão ou aquisição, criará valor ou destruição do mesmo para os acionistas no mercado espanhol. Juntando uma amostra de resultados de curto e longo prazo, estas provas indicam que os que adquirem as ações reagem prontamente à data do anúncio do processo de fusão ou aquisição (mostrando a criação de valor apenas para aquisições de empresas alvo não cotadas), exceto para os pequenos compradores de públicos-alvo (Latorre et al., 2014).

Segundo Scherer e Ross (1990), as cotações das empresas “alvo”, regularizadas face ao conjunto do mercado, iniciam um percurso decrescente entre dois anos e seis meses antes da fusão ou aquisição: a rentabilidade supranormal é, pois, negativa, neste período. Algumas semanas antes do anúncio da operação, é natural as cotações recuperarem significativamente, principalmente devido às fugas de informação.

Segundo Rodrigues (1998, p.5), “É possível que o declínio das cotações das empresas alvo reflita uma degradação da sua performance, o que permitira interpretar as fusões como correspondendo ao funcionamento de um mercado pelo controlo de empresas penalizador de comportamentos não maximizadores. Mas, por outro, o declínio das cotações poderá, também, corresponder a um desvio aleatório face ao seu real valor... A ser assim, as fusões poderiam ser interpretadas como correspondendo ao aproveitamento das “pechinchas” existentes no mercado bolsista por agentes que, por qualquer motivo, disponham de assimetrias positivas de informação.”

Relativamente às análises efetuadas pelos mesmos autores sobre o comportamento das cotações das empresas adquirentes, estas são menos conclusivas, possivelmente pelo facto de existirem padrões diferentes em função do meio de pagamento utilizado na aquisição. Quando o pagamento é feito através de dinheiro, Scherer et al. (1990) não registam qualquer padrão particular no comportamento das cotações. Já quando a operação se realiza por troca de ações, as cotações parecem acompanhar os movimentos gerais do mercado até poucos meses antes da operação, iniciando então um percurso crescente. Os autores compreendem este resultado como constituindo evidência em favor da hipótese de que muitas fusões correspondem à exploração de assimetrias de informação, por parte dos agentes que delas beneficiam. Ou seja, nesta situação, as empresas reparando na sobrevalorização das suas ações procurariam usá-las como meio de pagamento.

Em suma, as empresas adquirentes têm caracteristicamente um desempenho positivo, no período que antecede a fusão (Chang e Tsai, 2013). Em alguns casos, esse desempenho é reconhecido e até sobrevalorizado, pelos mercados de capitais, o que estimula as empresas a usarem as suas próprias ações como meio de pagamento das operações em que se envolvem. Quanto aos alvos, há que diferenciar as fusões amigáveis das fusões hostis. As primeiras tendem a incidir sobre empresas com bom desempenho económico não reconhecido pelos mercados de capitais, já as outras parecem recair particularmente sobre empresas com desempenho insatisfatório.

Outro estudo atual desenvolvido em 2014 recorre à avaliação da eficiência da implementação de capital para a aquisição de empresas antes da F&A e vincula a medida *ex-ante* para o desempenho pós-aquisição das empresas. Se a administração investiu capital para projetos produtivos e criou retorno positivo, os acionistas devem ter confiança na gestão para implantar mais capital para o próximo projeto de aquisição. No entanto, se a administração distribuiu mal o capital para projetos com VAL negativo, os acionistas devem ser cautelosos na aprovação de novos processos de F&A para evitar mais perdas. Ainda neste mesmo estudo os autores chegaram à conclusão de que o desempenho da operação é pior, se o adquirente é pequeno, pois no pré-anúncio tem grandes investimentos em dinheiro e usa ações como principal método de pagamento (Qian e Zhu, 2014).

Para concluir é preciso destacar que o desempenho das empresas nas operações de F&A está muito ligado ao sucesso ou insucesso dessa operação, logo é um investimento que deve apresentar uma rendibilidade de capital investido superior ao custo de capital usado para a sua

concretização. Mais ainda, pela literatura analisada poucos são os artigos que analisam exclusivamente as operações de F&A em Portugal e que verificam em que medida os anúncios (notícias boas ou más) no pré e pós operação afetam a rendibilidade das empresas, algo que pretendemos colmatar com a presente análise.

4. Metodologia de Investigação

Nesta parte é apresentado o estudo empírico que serve de condutor para dar resposta às questões objetivo de investigação da dissertação. Esta secção foi organizada em duas partes, onde a primeira menciona os indicadores económico-financeiros usados e a segunda, os estudos de caso seleccionados e a metodologia de investigação seguida, tal como a amostra escolhida.

4.1 Indicadores económico-financeiros

Como se tem constatado no decorrer das pesquisas feitas, não existe um consenso sobre qual o melhor método a utilizar para medir o desempenho das empresas. Ainda assim, um dos métodos mais utilizados é o uso de indicadores económico-financeiros (ou indicadores de desempenho), que são aplicados ao nível contabilístico e financeiro da empresa.

Tabela 1 - A aplicação de índices financeiros na avaliação do desempenho por alguns autores

Cohen et al. (2008)	McGivern e Tvorik (1998)	Martin e Petty (2000); Dodd e Ruback (1977)
ROA (Rendibilidade do Ativo) RCP (Rendibilidade dos Capitais Próprios)	ROA (Rendibilidade do Ativo) ROI (Retorno sobre o investimento) RV (Rendibilidade das Vendas)	EPS (Resultado ou lucro por ação)

Fonte: Elaboração própria com base na literatura encontrada.

No entanto, existem dois problemas no uso deste método: primeiro, cada autor pode calcular o desempenho com base em diferentes indicadores pois não existe um indicador universal (ou mais adequado) para fazer a medição, o que dificulta ou impossibilita a comparação entre estudos; segundo, poderão existir deformações ao nível do desempenho financeiro devido à adoção de diferentes procedimentos contabilísticos pelas diferentes empresas.

O objetivo do presente estudo é analisar o desempenho positivo ou negativo criado pelas fusões e aquisições nos cinco casos escolhidos que ocorreram em Portugal. Para isso foram utilizados indicadores tradicionais de desempenho. A avaliação desses indicadores é de muita importância, e neste sentido, mais que referir os resultados contabilísticos obtidos, importa também avaliar um conjunto mais vasto de indicadores que forneçam informações mais claras e relevantes acerca do desempenho do negócio.

Bhattacharyya e Phani (2004) consideram que as métricas de desempenho têm um papel crucial não apenas na avaliação do desempenho atual de uma empresa, mas também no alcance de um alto desempenho e crescimento futuro. Segundo Young e O'Byrne (2001) cada métrica pode ter

as suas vantagens e desvantagens e ser expressa de uma determinada forma, no entanto, todas são criadas para avaliar o sucesso da gestão em atingir os seus objetivos.

Com isto, a análise do desempenho das empresas em estudo será feita pela rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP), pela rendibilidade das Vendas (RV), pela rendibilidade operacional do Ativo (ROA) e ainda, pelo resultado por ação (EPS).

- **Rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP)**

A rendibilidade dos capitais próprios avalia o desempenho do capital próprio investido na empresa. Assim quanto mais elevado for o valor da RCP, maior será a atratividade da empresa para os investidores e a sua capacidade de se auto financiar. Para o cálculo deste rácio utilizamos a seguinte fórmula:

$$\text{Rendibilidade dos Capitais Próprios} = \frac{\text{Resultado Líquido do Período (RLP)}}{\text{Capital Próprio}} \quad (1)$$

- **Rendibilidade das Vendas (RV)**

Este rácio representa a percentagem das vendas e prestações de serviços que ficam à disposição da empresa para remunerar os capitais próprios.

$$\text{Rendibilidade das Vendas} = \frac{\text{Resultado Líquido do Período}}{\text{Vendas+Prestação de Serviços}} \quad (2)$$

- **Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA)**

É um rácio de avaliação do desempenho dos capitais investidos na empresa (próprios ou alheios) e procura relacionar os resultados antes de impostos com o ativo total da empresa. Quanto maior for este rácio mais eficiente é a empresa, ou seja, maior será a propensão para o investimento gerar resultados.

$$\text{Rendibilidade Operacional do Ativo} = \frac{\text{Resultado Operacional (EBIT)}}{\text{Ativo Total}} \quad (3)$$

- **Resultado por ação ou Lucro por ação (EPS)**

Quando se trata de empresas cotadas é costume usar como indicador da rendibilidade do capital próprio o indicador EPS (*Earnings per Share*) ou Resultado por Ação ou Lucros por Ação. O EPS dá uma indicação do montante que cada investidor ganha por ação.

$$\text{Resultado por ação} = \frac{\text{Resultado Líquido do Período (RLP)}}{\text{Número de ações ordinárias da empresa}} \quad (4)$$

O ponto central deste trabalho será então comparar estes indicadores económico-financeiros das empresas adquirentes em Portugal, antes e após a fusão ou aquisição, com o intuito de concluir se o desempenho das empresas se alterou de forma positiva ou negativa. Para complementar a

análise dos indicadores de desempenho foi feita também uma recolha do preço das ações em bolsa das empresas, antes e após a fusão ou aquisição, de forma a registar e avaliar a sua alteração.

A fonte de dados para os valores contabilísticos utilizadas foram as páginas web oficiais das empresas em estudo que dispõem publicamente com a maior clareza os seus documentos contabilísticos e financeiros obtidos ao longo dos anos.

A amostra será composta por 10 empresas, isto é, 5 processos de fusão ou aquisição, dos 27000 que se realizaram na Europa entre 2007 e 2014 e que estão cotadas em Bolsa. Estas empresas foram as seleccionadas pelo motivo de que apresentam dimensões razoáveis e com reconhecimento por parte do mercado português.

4.2 Estudos de caso

Na elaboração de um estudo de eventos, é importante definir o evento de interesse, o período de análise, a janela de estimação e a janela de evento (Mackinlay, 1997). Yin (2009) é o autor mais citado pelos investigadores que usam o estudo de caso como abordagem metodológica. De acordo com este autor, o estudo de caso é uma investigação empírica que investiga um fenómeno no seu ambiente real, quando as fronteiras entre o fenómeno e o seu contexto não são evidentes, e na qual se utilizam múltiplas fontes de evidência. Já também Dolley (1933) utilizou o método de estudo de caso para investigar o efeito do preço das ações *split*⁶, ou seja, das ações que sofrem uma alteração no valor nominal.

Esta escolha por empresas portuguesas para a presente dissertação é justificada por dois motivos. Primeiro, porque constatou-se que as F&A não têm sido alvo de muitos estudos para Portugal. Ou seja, quando se trabalha em áreas menos desenvolvidas e quando existe pouca experiência ou pouca teoria disponível para servir de referência, o método de estudos de caso é bastante útil para a obtenção de conhecimento e estabelecimento de hipóteses para futuras pesquisas. E em segundo lugar, o contributo que este trabalho pode dar, se estudado com fiabilidade, é legitimar e acrescentar novos elementos ou mesmo questionar estudos anteriores sobre a mesma temática. Contudo, constata-se que se tem usado o método de estudos de caso para estudar fusões e aquisições em Portugal. Exemplos deste tipo de aplicações são os trabalhos de Barreira (2011), Silva (2013) e Barros (2011).

Para utilizarmos este método é necessário uma prévia definição de parâmetros. Primeiro, as empresas sobre as quais recai este estudo são empresas portuguesas que estão cotadas em bolsa e que realizaram um processo de fusão ou aquisição. Foram assim escolhidos 5 processos de F&A correspondentes a 10 empresas – entre 2004 e 2013. Segundo, o evento a estudar são as notícias e comentários de analistas financeiros referentes à matéria do processo de F&A das empresas em causa. O dia em que ocorre o evento, neste caso o dia em que ocorre o processo de

⁶ Desdobramento de Ações no Mercado de Capitais que são distribuídas proporcionalmente aos atuais proprietários.

fusão ou aquisição, é definido como “dia 0”. As notícias, tal como os comentários de analistas, foram recolhidas em jornais económicos (Jornal de Negócios e o Económico, entre outros), em sites como a Bolsa PT e a Yahoo Finance. Os valores de cotações (preço de fecho) de cada uma das ações foi recolhido do site da Bolsa PT⁷ e transformados em retornos ($r_{it} = \ln(P_t/P_{t-1})$) onde i corresponde à empresa e P_t ao preço da ação no período t – veja-se equação (6)).

4.3 Modelo Econométrico

Tendo como principal objetivo estudar a reação do mercado de Lisboa ao antes do anúncio, ao momento do mesmo e ao pós-anúncio revelado pelas empresas vai-se aplicar a metodologia estudo de eventos. O ponto fulcral da questão deve-se ao facto de se perceber se o preço reflecte, ou não, informação contida na divulgação de determinada notícia. Deste modo, calcula-se a rendibilidade anormal (AR)⁸ que, segundo Serra (2004), corresponde à diferença entre o retorno observado e o retorno esperado da ação i na data t .

Neste estudo ir-se-á ter por base a metodologia utilizada por MacKinlay(1997) em que o retorno anormal é medido da seguinte forma:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t) \quad (5)$$

Onde R_{it} corresponde à rendibilidade efetiva do título i no período t e $E(R_{it}|X_t)$ à rendibilidade esperada para o título i , no período t , condicionado ao conjunto informativo X_t . Note-se que a rendibilidade observada, R_{it} , é calculada da seguinte forma:

$$R_{it} = \ln \frac{P_{it}}{P_{it-1}} \quad (6)$$

Onde: P_{it} é o preço da ação i no fim do período t ; P_{it-1} é o preço da ação i no fim do período $t-1$.

À semelhança de Scholtens e Peenstra (2009) e Pinto (2003) utilizou-se o modelo de mercado (MM)⁹ para estimar os retornos esperados. O índice de mercado utilizado para o cálculo dos retornos esperados foi o PSI-20, composto pelas 20 empresas que têm maior liquidez e dimensão na bolsa portuguesa. O modelo é definido pela seguinte expressão:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \cdot D_{it} + \gamma_i \cdot R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Onde: R_{mt} é a rendibilidade do mercado no período t ; α e β são parâmetros a serem estimados; D_{it} a dummie; ε_{it} é o retorno não sistemático ou resíduo, com $E(\varepsilon_{it})=0$ e $\sigma(R_{mt}, \varepsilon_{it})=0$.

⁷ <http://www.bolsapt.com/>

⁸ Abnormal Return

⁹ Market Model

4.3.1 Janela de Observação / Janelas de Eventos

No caso particular deste estudo, o evento de interesse é o anúncio das F&A. A data de anúncio é então definida como o dia 0. A janela de estimação (*estimation or event window*) é utilizada para definir os parâmetros da rendibilidade normal, tendo em conta a não coincidência da mesma com a janela de evento, para não existir sobreposição do período de análise, e de forma a que os parâmetros não sejam influenciados pelas rendibilidades geradas pelos eventos.

Tabela 2 - Janela de observação utilizada por alguns autores em casos de estudos de fusões e aquisições

Autores	Janela de Pré-Evento	Janela De Evento	Janela de Pós-Evento	Janela de Estimação
Mackinlay (1997)	[-20;-1]	[0]	[+1;+20]	Todos os dias de negociação excluindo o dia da janela de evento
Sehgal e Deisting (2012)	[-20;-1]	[0]	[+1;+20]	Todos os dias de negociação excluindo o dia da janela de evento
Kumar (2013)	[-20;-1]	[0]	[+1;+20]	Todos os dias de negociação excluindo o dia da janela de evento
Zaremba e Plotnicki (2014)	[-20;-1]	[0]	[+1;+20]	Todos os dias de negociação excluindo o dia da janela de evento
Parada (2011)	[-15;-1]	[0]	[+1;+15]	Todos os dias de negociação excluindo o dia da janela de evento
Lourenço e Coelho (2008)	[-15;-1]	[0]	[+1;+15]	Todos os dias de negociação excluindo o dia da janela de evento
Li (2015)	[-5;-1]	[0]	[+1;+5]	Todos os dias de negociação excluindo o dia da janela de evento

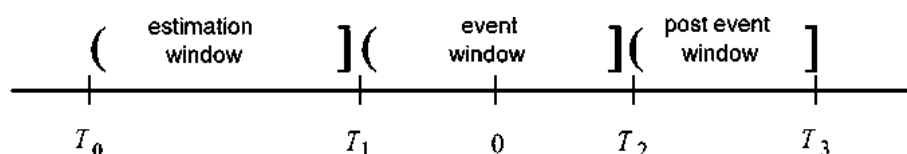
Fonte: Elaboração própria com base na análise realizada aos artigos enunciados.

No entanto, não existe consenso no que concerne ao número de dias da janela de estimação e intervalo de dias entre as janelas. Com isto, adotou-se um período de 41 dias, incluindo 20 dias antes do acontecimento, o dia do evento e 20 dias após o acontecimento. A escolha deste período teve em conta a necessidade de obter um intervalo de tempo suficiente para captar as eventuais reações do mercado. Este período foi também usado em casos de estudos de fusões e aquisições

tais como os de Mackinlay (1997)¹⁰, Sehgal e Deisting (2012)¹¹, Zaremba e Plotnicki (2014)¹², entre outros, apesar de existirem outros autores que utilizam janelas de eventos referentes a períodos diferentes, tal como se pode verificar na tabela 2.

A janela de evento (*event window*) é o período para análise da existência ou não de rendibilidades anormais. Esta janela não deve ter uma grande dimensão, por forma a evitar a inclusão de outros eventos não relacionados com os anúncios de F&A.

Figura 2 - Janela de observação utilizada para o estudo de evento



Fonte: Mackinlay (1997, p.20)

4.3.2 Qualificação das notícias

Depois de retiradas todas as notícias, as mesmas foram identificadas e classificadas, onde se considerou que estas eram as mais importantes, tendo em conta a literatura prévia existente, e dado o volume de notícias existente e libertado para o mercado. A classificação das notícias como sendo Boa/Má é feita consoante o conteúdo específico da notícia, tornando assim esta classificação um pouco subjetiva. Definimos por isso como boas as notícias que consideramos com capacidade para aumentar a confiança do mercados, desde avaliações e comentários positivos, notícias que demonstrassem otimismo e evidenciassem que o negócio iria correr do melhor modo. Como más as notícias que consideramos ter impacto negativo no mercado/empresa, que mostrem instabilidade e desalinhamento, pessimismo por parte dos vários atores de interesse no mercado e evoluções negativas.

De sublinhar também que, nas notícias que saíram durante períodos nos quais não houve negociação em bolsa, foi feita a análise no dia com negociação imediatamente a seguir, pois assumi que seria aí que sentiria o seu impacto. Nos casos em que notícias durante o período sem negociação coincidiam depois com notícias no dia de negociação seguinte, e estas apresentavam classificações diferentes, foram consideradas apenas as notícias mais recentes, pois acredito que tenham um impacto superior.

No caso de dúvida foi seguida a metodologia utilizada pelos portugueses Duque e Pinto (2004) que categorizaram as notícias da seguinte forma:

¹⁰ http://www.business.unr.edu/faculty/liuc/files/BADM742/MacKinlay_1997.pdf , pág.17

¹¹ <http://ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/view/21226/13985>, pág.79

¹² http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2521049 , pág.4

Good news: quando o retorno da ação *i* no dia do anúncio, no dia 0, é positivo;

Bad news: quando o retorno da ação *i* no dia do anúncio, no dia 0, é negativo; e

No news: quando o retorno para a ação *i* no dia do anúncio, no dia 0, é zero.

Em seguida, é apresentada uma tabela com a informação sobre o número de notícias total e quanto à sua caracterização (como boas ou más), bem como das datas que compreendem o início da ocorrência de notícias sobre as F&A, o dia da F&A e a data do fim da divulgação dessas mesmas notícias.

Tabela 3 - Informação numérica do total de notícias (boas e más) e datas da ocorrência de notícias sobre F&A

Fusões e Aquisições	Número total de notícias	Notícias Boas	Notícias Más	Data da ocorrência de notícias sobre as F&A		
				Início	Ocorrência da F&A	Fim
Fusão Optimus+Zon	161	116	45	21 de maio de 2009	27 de agosto de 2013	30 de novembro de 2014
Fusão Sumol+Compal	35	22	13	1 de janeiro de 2009	1 de janeiro de 2009	9 de dezembro de 2014
Aquis.do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae	16	11	5	23 de julho de 2007	27 de dezembro de 2007	21 de março de 2011
Aquisição parcial da Portucel pela Semapa	35	27	8	3 de março de 2004	16 de julho de 2004	28 de novembro de 2006
Aquisição da Tertir pela Mota-Engil	20	17	3	17 de outubro de 2006	27 de dezembro de 2006	26 de agosto de 2009

Fonte: Elaboração própria com base na pesquisa realizada.

4.3.3 Retornos anormais

De acordo com o modelo, em termos teóricos a rendibilidade anormal pode ser definida como:

$$\varepsilon_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i \cdot D_{it} - \gamma_i \cdot R_{mt} \quad (8)$$

Seguindo o modelo de mercado, α e β vão ser estimados com base no método dos mínimos quadrados (OLS)¹³. Depois de estimarmos os dois parâmetros, ficamos com a seguinte expressão para as estimativas dos retornos anormais:

$$AR_{it} = R_{it} - \tilde{\alpha}_i - \tilde{\beta}_i \cdot R_{mt} \quad (9)$$

onde $\tilde{\alpha}_i$ e $\tilde{\beta}_i$ são os parâmetros estimados não enviesados de α_i e β_i de cada ativo *i*.

Tendo por base a hipótese nula (H0), quando o acontecimento não tem impacto no comportamento das rendibilidades, as propriedades distributivas do retorno anormal podem ser

¹³ Através da ferramenta Análise de dados no programa Excel.

utilizadas para se deduzir ao longo da janela de observação. Assim sendo, a distribuição do retorno anormal de uma determinada observação na janela de observação é:

$$AR \sim N(0, \sigma^2(AR_{it})) \quad (10)$$

Em que,

$$\sigma^2(AR_{it}) = \sigma^2_u \quad (11)$$

No entanto, segundo Mackinlay (1997) é comum acumular os retornos de forma a se poder retirar conclusão em termos globais sobre o acontecimento a estudar. Esta associação deverá ser realizada não só face às várias empresas incluídas na amostra como também em termos de acumulação dos valores ao longo da janela de observação.

Desta associação ao longo do tempo surge a noção de retorno anormal acumulado do ativo i para o período compreendido entre t_1 e t_2 – CAR^{14} .

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (12)$$

A distribuição do retorno anormal acumulado é:

$$CAR_i(t_1, t_2) \sim N(0, \sigma_i^2(CAR_i(t_1, t_2))) \quad (13)$$

Onde,

$$\sigma_i(CAR_i(t_1, t_2)) = (t_2 - t_1 + 1) \sigma_{ei}^2 \quad (14)$$

De maneira a englobar os retornos anormais através de títulos são usados os retornos médios anormais \overline{AR} . Deste modo, com N eventos, os retornos agregados anormais para o período t são assim determinados como:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (15)$$

E a variância:

$$VAR(\overline{AR}_t) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{ei}^2 \quad (16)$$

Anexando o retorno anormal médio sobre a janela de observações, o retorno anormal médio acumulado para qualquer intervalo na janela de observação é definido como:

$$\overline{CAR}_t(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t \quad (17)$$

Sendo a sua variância calculada pela expressão:

$$VAR(\overline{CAR}_t(t_1, t_2)) = \sum_{t=t_1}^{t_2} VAR(\overline{AR}_t) \quad (18)$$

O retorno anormal médio acumulado para qualquer intervalo na janela de observações também pode ser definido como:

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (19)$$

Sendo:

$$VAR(\overline{CAR}(t_1, t_2)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(t_1, t_2) \quad (20)$$

¹⁴ Cumulative Abnormal Return

Finalmente partem-se para os testes de hipóteses por forma a validar os resultados obtidos. Para testar a hipótese nula de que os retornos anormais são zero tem-se o seguinte:

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) \sim N(0, \text{Var}(\overline{CAR}(t_1, t_2))) \quad (21)$$

Onde os testes efetivamente realizados são descritos por:

$$\theta_1 = \frac{\overline{AR}_t}{\text{VAR}(\overline{AR}_t)^{1/2}} \sim N(0, 1) \quad \text{e} \quad \theta_2 = \frac{\overline{CAR}(t_1, t_2)}{\text{VAR}(\overline{CAR}(t_1, t_2))^{1/2}} \sim N(0, 1) \quad (22)$$

Por outras palavras através de θ_2 testa-se a hipótese nula de que as F&A aqui analisadas não têm um efeito positivo ou negativo sobre o valor da empresa contra a hipótese alternativa de que efetivamente têm. A implicação da hipótese nula é a de que o evento não tem um efeito significativo na distribuição dos retornos das ações. Se a hipótese nula não for aceite, podemos concluir que o anúncio da F&A produziu nova informação e com base nas perceções de mercado, a F&A criou ou destruiu o valor da empresa.

Este tipo de metodologia foi também usada em casos de estudos de fusões e aquisições tais como os de Mackinlay (1997), Sehgal e Deisting (2012) e Zaremba e Płotnicki (2014), entre outros. Com esta mesma metodologia, Ruback e Jensen (1983) afirmam que de acordo com os seus resultados empíricos que os acionistas das empresas alvo conseguem lucros significativos mas os das adquirentes são aproximadamente nulos. Todavia, estes últimos resultados mostraram-se dependentes do espaço temporal utilizado na janela e o retorno anormal identificado para os acionistas da empresa adquirente aumentavam se a janela de evento fosse expandida. Outro estudo de Moeller et al. (2005) mostra que os retornos anormais acumulados dos acionistas das empresas adquirentes foram de 1.1% naquele período de tempo específico mas cujos ganhos pertenciam a apenas uma pequena percentagem dos acionistas e tendo assim evidenciado elevadas perdas inesperadas. Logo, os retornos anormais positivos não são sempre o resultado dado que a evidência empírica mostra que os acionistas das adquirentes não obtêm necessariamente ganhos das aquisições.

Mueller (1985) conclui que no último século as fusões alteraram o panorama das empresas. Numa análise às 1000 maiores empresas de manufatura em 1950, descobre que 384 destas empresas fundiram-se com outras até 1973. Smiley (1976) e Mandelker (1974) afirmaram que as empresas adquiridas tiveram performances de mercado abaixo da média depois da sua aquisição. Estes valores podem dever-se à diminuição de ações no mercado observado depois da aquisição de uma empresa. Lambert et al. (1989) descobriram que as aquisições que aumentam o valor total do retorno do ativo são largamente comparáveis. Bild et al. (2002) mencionam que há várias razões que podem justificar porque é que a reação do mercado pode não refletir se a F&A tem um impacto positivo no valor fundamental estimado. Um anúncio de F&A é uma fonte de informação que se reflete no preço da ação da adquirente, que inclui ainda a informação sobre a identidade da empresa, ao meios de pagamento e informação sobre o próprio evento.

Tal como referenciado atrás na revisão da literatura muitos têm sido os estudos que analisam os processos de fusões e aquisições ao nível dos bancos. Dilshad (2013) analisam os efeitos de 18 processos de F&A em bancos europeus de 2001 a 2010 e no final da janela de evento constata-se que os retornos anormais cumulativos eram zero. Também concluem que haviam excessos de retornos após o anúncio que resultou num aumento dos preços das ações alguns dias antes do anúncio de F&A e que os bancos alvo ganharam retornos anormais no dia do anúncio da F&A. Já Poornima e Subhashini (2013) aplicam análise de indicadores económico-financeiros para estudar o impacto das F&A entre indústrias na Índia concluindo que não existe qualquer melhoria na performance financeira das empresas que se deva à aquisição, independentemente do setor de atividade analisado.

5. Estudos de Caso - Análise

Nesta secção definimos de forma breve as empresas selecionadas que realizaram de alguma forma um processo de fusão ou aquisição.

5.1 *Optimus+Zon*

A Zon Multimédia surgiu em 1994 e foi "...um grupo empresarial que integra o principal índice bolsista nacional, o PSI-20. Lidera o mercado de *pay TV* em Portugal e é o segundo maior *Internet provider*. À escala nacional, é também líder no mercado de exibição cinematográfica. As origens e o desenvolvimento da Zon confundem-se com a génese e o desenvolvimento das indústrias do entretenimento e das telecomunicações de massas em Portugal. (...) A Optimus nasceu em Setembro de 1998, da união de empresas que integravam os maiores grupos económicos nacionais e internacionais, do qual faziam parte o grupo Sonae, a EDP e a France Telecom. A sua entrada no mercado alterou radicalmente o panorama das telecomunicações em Portugal.”¹⁵

A Fusão realizou-se a partir do registo efetuado a 27 de agosto de 2013, na modalidade de transferência global do património da Optimus para a Zon, nos termos do disposto na alínea a) do n.º 4 do Artigo 97.º do Código das Sociedades Comerciais, tendo sido, deste modo, efetuada mediante a incorporação da Optimus na Zon.

A Optimus+Zon passou a ser controlada por Isabel dos Santos, filha do Presidente de Angola que controlava 28,8% da Zon e pela Sonaecom que detinha 100% da Optimus. Estes dois grupos vincularam-se financeiramente de modo a obter partes iguais que deram origem à fusão. Nessa medida, todos os elementos do ativo e do passivo da Optimus que integravam o seu património na data do registo comercial da fusão, incluindo os direitos e obrigações decorrentes da sua atividade, foram transferidos de forma global para o Emitente.

Decorrente da fusão, a emitente (Optimus Zon, SGPS, S.A) passou a liderar um grupo empresarial de telecomunicações mais sólido e de maior dimensão, com um volume de negócios de 1.584 milhões de Euros, uma rentabilidade operacional (EBITDA) de 555 milhões de Euros e uma quota de receitas estimada em cerca de 26% do mercado nacional de telecomunicações (calculado com base na informação financeira respeitante a 2012).

A partir do dia 2 de junho de 2014 as cotações das ações passaram a pertencer à NOS. Esta corresponde à nova marca comercial resultante da fusão Optimus+Zon e que entrou em vigor a 1 de junho de 2014.

O motivo e principal objetivo deste processo de fusão foi a criação de um grupo de telecomunicações com dimensão relevante e com capacidade de aumentar a projeção no mercado de capitais Português.

¹⁵ Informação retirada de <http://www.nos.pt/institucional/PT/sobre-a-nos/quem-somos/Paginas/a-nossa-historia.aspx>

5.2 Sumol + Compal

A Sumolis tem as suas origens na Refrigor, criada em 1945, com sede em Algés, e que tinha como objetivo fabricar refrigerantes. Alguns anos mais tarde, em meados da década de 50, foi lançada a marca Sumol que impulsionou o crescimento do negócio e tornou possível o desenvolvimento do conjunto de empresas designado por grupo Sumol.

Em 1952 nasceu a Compal – Companhia de Conservas Alimentares, S.A, que começou por se centrar na indústria dos tomates, tendo evoluído posteriormente para novas áreas de negócio.

O processo de fusão iniciou-se em finais de 2005, quando a Sumolis e o Grupo Caixa Geral de Depósitos (CGD) anunciaram a aquisição à Nutrinveste da Compal e da Nutricafés. Em março de 2008 a Sumolis e o Grupo CGD acordaram as condições para que fosse possível proceder à integração das duas organizações.

A Sumol+Compal nasceu nos últimos dias de 2008 em resultado da integração entre o Grupo Sumol e a Compal. No entanto só começou a ter efeitos retroativos a partir de 1 de janeiro de 2009. A missão do grupo consiste em ser uma empresa de referência internacional nas bebidas de fruta, disputar a liderança do mercado de bebidas de alta rotação em Portugal e manter uma posição de destaque entre os vegetais preparados e derivados de tomate.

5.3 Aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae

O Grupo Carrefour tem a sua sede em França e é um dos maiores distribuidores a nível mundial, tendo-se estabelecido em Portugal em 1990 com a designação de Carrefour Portugal, S.A. como uma empresa juridicamente independente com o intuito de abrir e explorar hipermercados em grande escala, espalhados pelo território nacional.

A Sonae SGPS, empresa adquirente, surgiu em 1959 e foi constituída como uma empresa de retalho. Presentemente é uma empresa do tipo holding com investimentos em diversas áreas como a distribuição, telecomunicações, entre outras. A Sonae caracteriza-se por ter uma área de gestão de investimentos muito desenvolvida e diversificada e tem como objetivos a criação de valor tanto para o Grupo como para os acionistas. Está presente em mais de 40 países e é o maior empregador privado em Portugal com mais de 40.000 colaboradores dispersos por mais de 100 funções diferentes.

No final do ano de 2007 o Grupo Sonae adquiriu a Carrefour Portugal, S.A. pelo valor aproximado de 662 milhões Euros. Esta aquisição aconteceu após o Grupo Carrefour ter manifestado o seu interesse em abandonar a exploração do negócio da distribuição em Portugal, traduzindo-se na venda de 12 hipermercados e 8 postos de combustível integrado em grandes superfícies espalhados por várias cidades do país. Com esta aquisição visou-se obter um aumento do poder de mercado, diminuição da concorrência e aproveitamento de ganhos de eficiência na distribuição com o aumento do número de hipermercados e da área geográfica coberta.

5.4 Aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa

A Portucel¹⁶ dedica-se ao fabrico e comercialização de papel. Proveniente de estratégias de consolidação em Portugal, em 2000 a empresa adquiriu a Papeis Inapa e em 2001 a Soporcel, em que o grupo passou a denominar-se de Portucel Soporcel. Em 2004 o grupo foi adquirido pela Semapa, empresa fundada em 1991 que opera nos setores de pasta e papel, cimento e materiais de construção e prestação de serviços ambientais. A aquisição originou-se no processo de privatização da Portucel e a Semapa lançou uma OPA sobre a primeira passando a deter 67,10%. Em 2006 a Semapa aumentou a sua participação para 71,81%.

Em 2011 a cimenteira Semapa passou a ser titular de mais de dois terços do capital da papelreira Portucel, após ter adquirido mais 45,7 mil ações da empresa. Após esta aquisição em bolsa, através de duas operações, a Semapa passou a deter diretamente 109.414.185 ações da Portucel. Esta aquisição é do tipo horizontal porque as empresas operam na mesma indústria.

O princípio estratégico desta aquisição prende-se no crescimento e criação de valor para o acionista numa perspetiva de desenvolvimento sustentável e com elevada consciência social.

5.5 Aquisição da Tertir pela Mota-Engil

A aquisição aqui analisada foi anunciada pela Mota-Engil¹⁷ no ano de 2006, através de uma OPA sobre as ações da TERTIR - Terminais de Portugal, após ter adquirido a RL SGPS, empresa que detinha uma posição de controlo sobre a Tertir. Assim, através de uma sub-holding, o Grupo Mota-Engil adquiriu em Janeiro de 2007, por um preço a rondar os €80 milhões e pago em *cash*, mais de 70% das ações representativas do capital social da Tertir, num negócio oficializado no início de 2007. O Grupo Tertir, empresa adquirida, surgiu após a criação de um conjunto de empresas com base na logística dos transportes, em 1960, denominado Transnática.

Em 1981 a empresa foi denominada como Tertir, tendo como principal objetivo a construção de plataformas logísticas em Alverca e no Freixieiro como resposta ao crescente aumento de tráfego internacional de mercadorias, dedicando-se também às áreas de transporte rodoviário e marítimo de mercadorias. O Grupo Mota-Engil, empresa adquirente, conta com mais de 60 anos de atividade, sendo líder de mercado em Portugal no setor da construção civil e obras públicas. O Grupo engloba três áreas de negócio (Engenharia e Construção, Ambiente e Serviços e Concessões de Transportes) e está presente em 19 países. Além de ser das mais conceituadas empresas a atuar no seu setor apresenta significativos volumes de negócios, a rondar os 2.000 milhões Euros. As relações entre as duas empresas já eram antigas o que permitiu a aproximação de ambos os acionistas neste negócio.

O objetivo da Tertir seria, após inserido na Mota-Engil, consolidar a posição de liderança no setor portuário e logístico em Portugal, enquanto o Grupo Mota-Engil procura diversificar as suas

¹⁶ <http://www.semapa.pt/pt-pt/historia>

¹⁷ Informação retirada de <http://www.mota-engil.pt/> e http://www.mota-engil.pt/images/content/680_1_G.pdf

atividades, através da integração das atividades portuárias e transporte de mercadorias, ao mesmo tempo que reforça a sua posição competitiva na entrada de mercadorias no mercado Ibérico e Europeu.

6. Resultados e análise

Nesta secção em primeiro lugar é feita a apresentação dos resultados através dos indicadores económico-financeiros calculados e só posteriormente a análise dos mesmos ao longo de cinco anos de estudo, dois antes e dois depois da ocorrência de fusão ou aquisição, com a exceção do caso Optimus Zon que só tem um ano após-fusão de dados financeiros para estudar.

6.1 Indicadores económico-financeiros das empresas em estudo

6.1.1 Optimus+Zon

A tabela 3 em baixo demonstra o resultado dos indicadores económico-financeiros obtidos através dos cálculos necessários efetuados a partir dos valores apresentados pelas demonstrações financeiras presentes no relatório de contas da Zon e da Optimus antes do processo de fusão e atualmente, isto é, de 2011 a 2014, sendo o ano de 2013 o ano em que se sucedeu a fusão dando origem à Optimus+Zon. Pelo que por ser recente só temos como análise pós-fusão um ano, 2014.

Tabela 4 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de fusão da Optimus+Zon

Rácios Económico-Financeiros	2011	2012	2013	2014
Rendibilidade dos Capitais Próprios (Resultado Líquido/CP)	14,55%	3,76%	1,02%	7,05%
Rendibilidade das Vendas (Resultado Líquido/Vendas +Serviços Prestados)	4%	7,76%	4,44%	5,43%
Rendibilidade Operacional do Ativo (Resultado Operacional/Ativo)	5,24%	5,56%	6,94%	17,74%
Earnings per Share (Resultado Líquido do Período/Nº de ações)	0,11€	0,13€	0,02€	0,15€

Fonte: Elaboração própria com base nos relatórios de contas das empresas.

No ano de 2011 a empresa apresenta a maior taxa de rendibilidade dos capitais próprios, tendo atingido os 14,55%. Contudo foi diminuindo sucessivamente nos dois anos seguintes, aumentando cerca de 6% no último ano de análise (2014) face ao ano anterior, 2013, aquando da ocorrência do processo de fusão. Este rácio apresenta resultados sempre positivos, sendo o ano de 2011 e o último ano, 2014, em que se dá uma pequena recuperação após a fusão, os anos em que existe maior atratividade para potenciais investidores e uma maior capacidade de financiamento. No ano 2013, ano em que ocorreu a fusão, os dados do relatório de contas da empresa mostram-nos segundo este rácio e face ao rácio dos dois anos anteriores que houve um

decréscimo sucessivo ao longo dos anos, apresentando a Zon melhores resultados, com mais atratividade e com maior capacidade de financiamento quando atuava isoladamente. Apesar de em 2014 existir uma pequena recuperação desse rácio, verifica-se contudo em valores que não chegam aos existentes antes do processo de fusão.

O rácio de rendibilidade das vendas permite conhecer a margem que as vendas estão a produzir e como tem evoluído essa margem. A rendibilidade das vendas aumenta de 2011 para 2012 cerca de 3,76% face ao ano anterior. Note-se que quanto maior é o rácio maior é a contribuição de cada unidade vendida para a formação dos resultados. No entanto, em 2013 (ano da fusão) este diminui 3,32% face ao ano anterior, mas recupera no ano seguinte à fusão em cerca de 1%. Este aumento do resultado da rendibilidade das vendas no primeiro ano após a fusão é explicado por Ferreira (p.24) que cita Ferreira (2012)” (...) as combinações entre empresas podem conduzir a maiores vendas por pressão sobre os mercados, quer por aumento dos preços (retaliação/poder de negociação mais forte), quer por maiores quantidades vendidas. O crescimento pode também concretizar-se por extensão da linha dos produtos vendidos e por expansão geográfica (...)”.

A rendibilidade operacional do ativo é um indicador económico que mede a capacidade dos ativos da empresa em gerar retorno financeiro sendo, portanto um bom indicador para medir a qualidade da gestão. Este indicador tem vindo a aumentar ao longo dos quatro anos em estudo tendo-se registado um aumento mais significativo em 2014, no primeiro ano como Optimus+Zon, o que significa que os ativos da empresa têm elevada capacidade para gerarem retorno financeiro, sendo superior após o processo de F&A.

O resultado por ação aumenta 0,02 de 2011 para 2012 e diminuiu drasticamente no último ano em 0,11€ aquando do processo de fusão que deu origem à Optimus+Zon. No entanto, em 2014, no primeiro ano enquanto Optimus+Zon, esta obteve um resultado por ação de 0,15€, muito superior aos anos anteriores em estudo. Pelo que se pode concluir que este processo foi vantajoso para os acionistas pois obtiveram maiores lucros por cada ação que detinham.

Observando de uma forma generalizada todos estes indicadores económico-financeiros podemos constatar que o desempenho no primeiro ano após a fusão Optimus+Zon é claramente positivo. As vantagens associadas à fusão prendem-se com a criação de um grupo de telecomunicações com dimensão relevante e com capacidade de aumentar a projeção do mercado de capitais Português; o impulso da concorrência, da produtividade e da inovação, através da criação de um operador com presença relevante e dimensão em todos os segmentos de mercado em Portugal; a conceção de um operador mais sólido e mais forte, em resultado de uma operação com maior escala, com a respetiva captura de sinergias operacionais e por fim, a possibilidade de aumentar a exposição e o crescimento internacional, nomeadamente em Angola e Moçambique, segundo a experiência do Grupo Zon.

6.1.2 Sumol + Compal

A tabela 4 que se segue indica o resultado dos indicadores económico-financeiros realizados a partir das demonstrações financeiras presentes nos relatórios de contas da Sumol e da Compal antes e depois do processo de fusão, isto é, de 2007 a 2011, sendo o ano de 2009, o primeiro ano da nova empresa Sumol+Compal, uma vez que apesar de o processo de fusão ocorrer no final do mês de dezembro de 2008, este só teve efeitos retroativos a 1 de janeiro de 2009.

Tabela 5 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de fusão Sumol+Compal

Rátios Económico-Financeiros	2007	2008	2009	2010	2011
Rendibilidade dos Capitais Próprios (Resultado Líquido/CP)	0,33%	-9,19%	-4,34%	-0,12%	-2,04%
Rendibilidade das Vendas (Resultado Líquido/Vendas +Serviços Prestados)	-1,43%	-78,72%	28,15%	0,71%	12,41%
Rendibilidade Operacional do Ativo (Resultado Operacional/Ativo)	1,51%	-0,86%	-6,47%	1,24%	-0,23%
Earnings per Share (Resultado Líquido do Período/Nº de ações)	0,01€	-0,14€	-0,06€	0,09€	0,06€

Fonte: Elaboração própria com base nos relatórios de contas das empresas.

O significado do rácio rendibilidade dos capitais próprios prende-se com a capacidade e eficácia de remuneração dos capitais investidos pelos donos da empresa. Visto o cenário dos resultados apresentados serem negativos, exceto em 2007, constatamos que a empresa apresenta uma baixa atratividade para potenciais investidores e uma reduzida capacidade de financiamento, quer antes quer após o processo de F&A.

Apenas a partir de 2009 aquando da operação de fusão da Sumol+Compal se deu um aumento para valores positivos da percentagem de rendibilidade das vendas, isto é, as vendas e prestações de serviços sofreram uma diminuição. A existência de um decréscimo das vendas no final do primeiro ano de fusão (2009) e um aumento estatisticamente pouco significativo nos lucros pós-aquisição da Sumol+Compal também foi motivo de conclusão por Gugler et al. (2003) na Europa Continental.

Apenas em 2007 e em 2010 a empresa é eficiente, ou seja, maior foi a propensão para geral resultados através do investimento realizado.

No primeiro ano de estudo, 2007, o valor do lucro obtido por ação é de um mínimo de 0,01€ que continuou a cair atingindo 0,14€ negativos e que recupera no ano de fusão mas ainda com um resultado por ação negativo. Estes valores demonstram o quanto a empresa está a perder dinheiro por ação. Esta não é uma boa situação para ser suportada a longo prazo, pois significa que a

empresa terá que pedir dinheiro emprestado para continuar operacional. No entanto, em 2010, ano após a fusão ocorre uma recuperação deste rácio sendo o lucro por ação de 0,09, mantendo-se positivo em 2011, mas com uma diminuição para 0,06.

Muitas destas conclusões devem-se a uma envolvente externa muito exigente: a maior crise económico-financeira das últimas décadas a ser vivida por Portugal. O muito curto período de tempo disponível para o planeamento e implementação da integração afetou negativamente a evolução do volume de negócios nos primeiros dois meses. Progressivamente foram sendo feitos os ajustes necessários e os novos processos foram sendo apreendidos por pessoas com duas origens diferentes e com hábitos e culturas distintas. Como resultado a esses esforços, o desempenho das vendas foi sucessivamente melhorando, o que permitiu à Sumol+Compal a reconquista de grande parte do atraso em vendas e chegasse ao final do ano com um desempenho bastante razoável, se tivermos em conta o contexto económico e com o mercado português de bebidas com um comportamento pouco ativo e com uma continuada pressão sobre a evolução dos preços de venda. É importante realçar que uma parte do exercício do ano de 2009 foi dedicado à otimização dos processos da nova organização e à integração cultural, sem descuidar o equilíbrio necessário com os objetivos de desenvolvimento do negócio.

6.1.3 Aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae

A tabela 6 a seguir demonstra o resultado dos indicadores económico-financeiros desenvolvidos a partir das demonstrações financeiras presentes nos relatórios de contas da Sonae antes e depois do processo de aquisição, isto é, de 2005 a 2009, sendo o ano de 2007, o ano em que se sucedeu a aquisição do Carrefour pela Sonae.

Tabela 6 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae

Rátios Económico-Financeiros	2005	2006	2007	2008	2009
Rendibilidade dos Capitais					
Próprios	33,40%	15,10%	17,54%	5,12%	5,51%
(Resultado Líquido/CP)					
Rendibilidade das Vendas					
(Resultado Líquido/Vendas	8,02%	4,93%	6,23%	1,50%	1,66%
+Serviços Prestados)					
Rendibilidade Operacional					
do Ativo					
(Resultado	9,80%	1,64%	7,85%	0,36%	1,13%
Operacional/Ativo)					
<i>Earnings per Share</i>					
(Resultado Líquido do	0,27€	0,13€	0,15€	0,04€	0,05€
Período/Nº de ações)					

Fonte: Elaboração própria com base nos relatórios de contas das empresas.

O rácio rendibilidade dos capitais próprios apresenta-se sempre positivo, tendo contudo sofrido um declínio de cerca de 18% de 2005 para 2006, subindo depois pouco mais de 2% em 2007, ano em

que ocorreu a aquisição do Carrefour pela Sonae. Depois desta operação de aquisição volta a diminuir a rentabilidade dos capitais próprios para os 5,12%, aumentando insignificativamente 0,39% no último ano. O ano de 2005 é o ano em que a empresa foi mais atrativa para os investidores e em que é maior a sua capacidade de se auto financiar.

Relativamente ao rácio de rentabilidade das vendas, este rácio apesar de se manter sempre positivo sofreu altos e baixos, atingindo o valor máximo no período em análise em 2005 com uma rentabilidade de 8,02%. Esta percentagem representa a percentagem das vendas e prestações de serviços que ficam à disposição da empresa para remunerar os capitais próprios. Com isto, verificamos ainda que com a aquisição do Carrefour pela Sonae, a rentabilidade das vendas diminuiu bastante face ao ano de 2005, pelo que se retira que esta operação não trouxe vantagem na percentagem das vendas e prestações de serviços capazes de remunerar os capitais próprios da empresa.

O rácio de rentabilidade operacional do ativo diz-nos que quanto maior este for mais eficiente é a empresa, ou seja, maior será a propensão para o investimento gerar resultados. Ou seja, face às variações apresentadas ainda que mantendo percentagens positivas de rentabilidade, no ano de 2005 e 2007, a empresa foi mais eficiente e foi onde apresentou ter uma maior propensão para o investimento gerar resultados.

No ano de 2005 o resultado por ação foi de 0,27€, diminuindo para aproximadamente metade no ano seguinte, vésperas de ocorrer a aquisição do Carrefour pela Sonae. No ano de 2007, ano desse mesmo processo há um aumento para 0,15€ face a 2006, diminuindo substancialmente em 2008 e com uma ligeira subida em 2009. Com isto, é de realçar que os acionistas da Sonae retiraram menos lucros das ações a partir do processo de aquisição do Carrefour.

Realizando uma análise só com base nos indicadores apresentados pode-se afirmar que esta aquisição por parte do Grupo Sonae não foi positiva visto ter influenciado negativamente o seu desempenho face aos rácios calculados, no entanto, os resultados verificados podem ter outra fundamentação como a crise financeira mundial ou outros investimentos mal sucedidos, ou seja, este processo de aquisição pode não ser totalmente responsável pela quebra do desempenho deste Grupo embora tenha ajudado. Pode-se ainda realçar que esta aquisição traz vantagens que não se constatarem contabilisticamente como por exemplo as vantagens intrínsecas à natureza da aquisição, do tipo horizontal, que podem levar a um aumento do poder de mercado, diminuição da concorrência e aproveitamento de ganhos de eficiência na distribuição com o aumento do número de hipermercados e da área geográfica abrangida.

6.1.4 Aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa

A tabela 7 que se segue apresenta o resultado dos indicadores económico-financeiros feitos a partir das demonstrações financeiras presentes nos relatórios de contas da Portucel antes e depois do processo de aquisição, isto é, de 2002 a 2006, sendo o ano de 2004, o ano em que se sucedeu a aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa.

Tabela 7 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de aquisição parcial do Grupo Semapa sobre a Portucel

Rácios Económico-Financeiros	2002	2003	2004	2005	2006
Rendibilidade dos Capitais Próprios (Resultado Líquido/CP)	7,10%	16,35%	20,41%	32,04%	13,02%
Rendibilidade das Vendas (Resultado Líquido/Vendas +Serviços Prestados)	6,28%	9,59%	26,01%	26,74%	10,62%
Rendibilidade Operacional do Ativo (Resultado Operacional/Ativo)	9,50%	3,33%	1,79%	15,27%	7,80%
Earnings per Share (Resultado Líquido do Período/Nº de ações)	0,26€	0,34€	1,54€	2,89€	0,79€

Fonte: Elaboração própria com base nos relatórios de contas das empresas.

Rendibilidades do Capital Próprio elevados são sinónimo de crescimento e valor acrescentado, pelo que qualquer gestor ou analista deve dar grande importância a este rácio. Visto o cenário dos resultados apresentados serem positivos e crescentes, exceto em 2006, aquando do aumento da participação da Portucel em 71,81%, constatamos que a empresa apresenta uma elevada atratividade para potenciais investidores e elevada capacidade de se autofinanciar.

O rácio de rendibilidade das vendas apresentou-se crescente, exceto no último ano da participação de 71,81% da Portucel, destacando-se positivamente o ano de 2005, após a operação de aquisição da Portucel pela Semapa, com a maior percentagem das vendas e prestações de serviços que ficaram à disposição da empresa para remunerar os capitais próprios. A rendibilidade operacional do ativo é um indicador económico que mede a capacidade dos ativos da empresa em gerar retorno financeiro sendo, portanto um bom indicador para medir a qualidade da gestão. Este indicador veio a diminuir até ao ano da operação de aquisição parcial (67,10% da Portucel), tendo-se registado um aumento significativo depois desse mesmo processo, o que significa que os ativos da empresa, em 2005 apresentaram uma elevada capacidade para gerarem retorno financeiro. No entanto, no ano de 2006 aquando do aumento da participação de 71,81% da Portucel, o rácio diminui para cerca de metade, tendo assim diminuído a capacidade geracional de retorno financeiro.

O rácio resultado por ação, como pode ser observado, aumenta substancialmente de 2002 a 2005, verificando-se um maior resultado por ação no ano de aquisição e no ano seguinte a ela, atingindo

os 2,89€. Em 2006 diminui drasticamente com o aumento da participação em 71,81% da Portucel mas ainda com valores positivos a rondar os 0,79€ por ação. No entanto este último valor é ainda superior ao lucro por ação obtido pelos investidores antes de recorrerem à primeira aquisição parcial da Portucel.

O desempenho do Grupo Semapa no exercício de 2004, após o processo da primeira aquisição parcial da Portucel em 67,10%, é bastante positivo em todos os indicadores económico-financeiros apresentados, tendo mesmo aumentado face aos anos anteriores do Grupo. Contudo, na segunda aquisição parcial de 71,81% da participação da Portucel, a empresa adquirente viu o desempenho dos seus indicadores diminuir drasticamente. Muito disto deve-se ao Grupo Semapa exercer a sua atividade através do controlo de três áreas de negócio: cimento e seus derivados através do Grupo Secil, energias renováveis através do Grupo Enersis II e papel e pasta de papel através do Grupo Portucel Soporcel. Em termos operacionais, há que referenciar o efeito negativo da atual conjuntura económica tanto nacional como internacional o que se refletiu na margem operacional também na pasta e no papel.

6.1.5 Aquisição da Tertir pela Mota-Engil

A tabela 8 em baixo é o resultado dos indicadores económico-financeiros feitos a partir das demonstrações financeiras presentes nos relatórios de contas da Mota-Engil antes e depois do processo de aquisição, isto é, de 2005 a 2009, sendo o ano de 2007, o ano em que se sucedeu a aquisição da Tertir pela Mota-Engil.

Tabela 8 - Resultado dos rácios económico-financeiros no período antecedente e posterior ao processo de aquisição da Tertir pela Mota-Engil

Rácios Económico-Financeiros	2005	2006	2007	2008	2009
Rendibilidade dos Capitais Próprios (Resultado Líquido/CP)	9,56%	10,60%	25,21%	8,96%	18,49%
Rendibilidade das Vendas (Resultado Líquido/Vendas +Serviços Prestados)	2,20%	2,46%	6,96%	1,64%	3,67%
Rendibilidade Operacional do Ativo (Resultado Operacional/Ativo)	5,63%	4,85%	4,38%	5,20%	3,87%
Earnings per Share (Resultado Líquido do Período/Nº de ações)	0,15€	0,16€	0,50€	0,16€	0,37€

Fonte: Elaboração própria com base nos relatórios de contas das empresas.

Verificamos relativamente ao rácio RCP que os resultados são crescentes até ao ano do processo de aquisição, ou seja, há um aumento do retorno do capital que é empregue pelo acionista (capital próprio). Posteriormente a 2007 existe uma quebra de 16,25%, aumentando no ano seguinte em aproximadamente 10%.

O rácio de rendibilidade das vendas aumenta, tendo obtido o maior resultado no ano de 2007, ano da operação de aquisição em que 6,96% das vendas e prestações de serviços ficam à disposição da empresa para remunerar os capitais próprios. Após a aquisição o rácio diminuiu e voltou a aumentar para os 3,67%, ainda que inferior ao resultado de 2007.

O indicador rendibilidade operacional do ativo, apesar de positivo continuou a diminuir até 2007 e depois do ano de aquisição verifica-se um aumento de 0,82%, o que significa que neste ano os ativos da empresa têm uma maior capacidade para gerarem retorno financeiro, diminuindo novamente no ano de 2009 em 1,32% face ao ano anterior.

Do ano 2005 para o ano de 2006 existe um aumento pouco substancial do rácio resultados por ação, atingindo os 0,50€ de lucro por ação no ano de aquisição da Tertir pela Mota-Engil. No ano após a aquisição verifica-se uma diminuição para os 0,16€, o mesmo valor no ano anterior ao processo realizado. No último ano de análise, em 2009, existe uma recuperação atingindo os 0,37€, melhor valor atingido excetuando o ano de aquisição.

Em suma, no geral podemos afirmar que o desempenho da empresa melhorou devido ao aumento bastante significativo da rendibilidade dos Capitais Próprios no segundo ano (2009) após a aquisição. A vantagem associada a este processo prende-se pelo facto de ser do tipo conglomerado pois a empresa adquirente teve como objetivo a diversificação da sua atividade, arriscando num setor onde existe um potencial de crescimento e, tendo em conta os resultados negativos que se verificaram no ano de 2006 da empresa alvo, também se pode encarar esta operação como uma operação para combater uma gestão ineficiente que nela se verificava.

De um modo geral podemos afirmar que os nossos resultados contradizem em parte os obtidos por Poornima e Subhashini (2013) dado que os autores não verificam, com análise de indicadores económico-financeiros, qualquer melhoria ao nível da performance financeira das empresas independentemente do setor de atividade após a aquisição, o que não é de todo corroborado pelo estudo presente, apesar de serem análises um pouco distintas.

6.2 Janelas de Eventos e Notícias

Nesta secção são apresentados os resultados obtidos através da aplicação da metodologia de janelas de eventos com base no modelo de mercado já usado por MacKinlay (1997). Como mencionado no capítulo anterior, foram estimadas para todas as notícias as regressões do modelo de Mercado. Não se conseguiu obter modelos significativos em todas as regressões, uma vez que o período de tempo é relativamente curto, cerca de 41 dias. Contudo, toda a análise se baseou nos retornos obtidos pelas regressões.

6.2.1 Optimus+Zon

Os dados foram tratados em *excel* e todas as estimações aí efetuadas. Segundo Duque e Pinto (2005) e Correia (2009) calcularam-se os retornos anormais médios e os retornos anormais médios acumulados das notícias categorizadas como sendo boas ou más.

Tabela 9 - Resultados dos retornos anormais médios (\overline{AR}) e dos retornos médios anormais acumulados (\overline{CAR}) na empresa Optimus+Zon

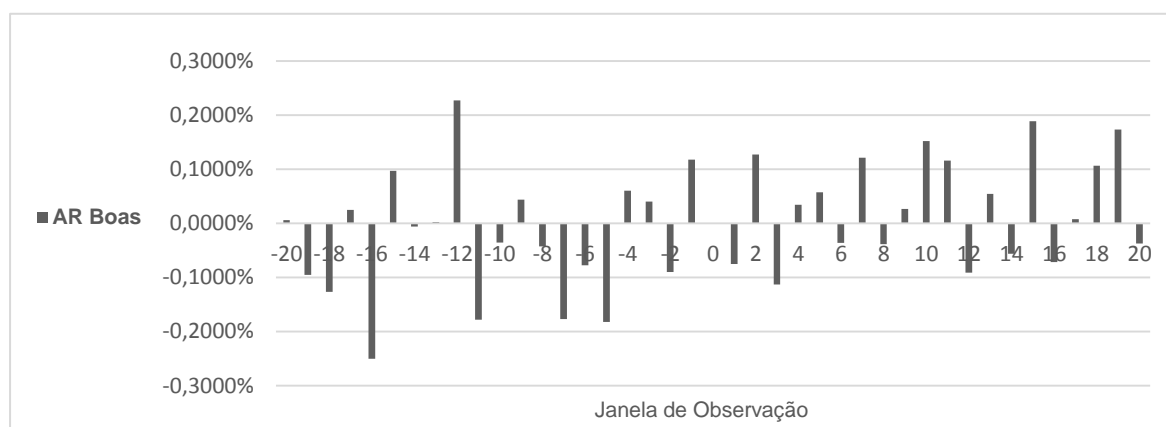
Dia	\overline{AR} Boas	Teste $\Theta 1$	\overline{AR} Más	Teste $\Theta 1$	\overline{CAR}	Teste $\Theta 2$
-20	0,0059%	0,0037	0,0302%	0,0227	0,0361%	2,0938
-19	-0,0954%	-0,0722	0,2839%	0,1970	0,1885%	0,7027
-18	-0,1270%	-0,0867	0,0086%	0,0065	-0,1184%	-1,2344
-17	0,0247%	0,0177	-0,2656%	-0,1662	-0,2408%	-1,1734
-16	-0,2506%	-0,1878	-0,0160%	-0,0092	-0,2665%	-1,6068
-15	0,0970%	0,0709	-0,0234%	-0,0138	0,0736%	0,8638
-14	-0,0058%	-0,0041	0,0223%	0,0149	0,0165%	0,8272
-13	0,0024%	0,0016	-0,1079%	-0,0808	-0,1055%	-1,3536
-12	0,2274%	0,1305	-0,0020%	-0,0012	0,2254%	1,3898
-11	-0,1785%	-0,1320	0,0020%	0,0013	-0,1765%	-1,3823
-10	-0,0358%	-0,0237	0,1851%	0,1181	0,1493%	0,9554
-9	0,0437%	0,0260	-0,4717%	-0,3986	-0,4281%	-1,1746
-8	-0,0426%	-0,0234	-0,2433%	-0,2325	-0,2859%	-2,0140
-7	-0,1772%	-0,1282	-0,1508%	-0,0827	-0,3280%	-17,5241
-6	-0,0773%	-0,0487	-0,4415%	-0,3510	-0,5188%	-2,0149
-5	-0,1827%	-0,1195	-0,0404%	-0,0205	-0,2231%	-2,2176
-4	0,0603%	0,0424	-0,3265%	-0,1907	-0,2662%	-0,9734
-3	0,0399%	0,0291	0,2217%	0,1157	0,2616%	2,0346
-2	-0,0901%	-0,0608	-0,0911%	-0,0527	-0,1812%	-262,6428
-1	0,1178%	0,0686	-0,0847%	-0,0429	0,0331%	0,2311
0	0,0000%	0,1043	0,0000%	-0,3870	0,0000%	-0,9013
1	-0,0755%	-0,0640	0,2327%	0,1007	0,1572%	0,7211
2	0,1272%	0,0715	-0,3098%	-0,1915	-0,1826%	-0,5909
3	-0,1130%	-0,0735	0,0141%	0,0077	-0,0988%	-1,1000
4	0,0341%	0,0208	0,0224%	0,0135	0,0565%	6,8572
5	0,0572%	0,0372	-0,0939%	-0,0478	-0,0367%	-0,3435
6	-0,0363%	-0,0271	0,2335%	0,1864	0,1972%	1,0337
7	0,1214%	0,0873	-0,0905%	-0,0622	0,0310%	0,2066
8	-0,0388%	-0,0242	0,2491%	0,1278	0,2103%	1,0331
9	0,0263%	0,0161	-0,0630%	-0,0406	-0,0368%	-0,5822
10	0,1519%	0,0989	-0,0255%	-0,0193	0,1264%	1,0082
11	0,1161%	0,0905	-0,0514%	-0,0434	0,0647%	0,5460
12	-0,0915%	-0,0556	0,0720%	0,0547	-0,0196%	-0,1691
13	0,0545%	0,0373	0,1861%	0,1301	0,2406%	2,5859
14	-0,0565%	-0,0452	0,2174%	0,1561	0,1609%	0,8304
15	0,1884%	0,1447	0,4182%	0,3594	0,6066%	3,7335
16	-0,0715%	-0,0428	0,3156%	0,1676	0,2442%	0,8920
17	0,0077%	0,0046	0,1772%	0,1297	0,1850%	1,5429
18	0,1063%	0,0641	-0,2449%	-0,2181	-0,1386%	-0,5582
19	0,1734%	0,1136	-0,0619%	-0,0500	0,1115%	0,6698
20	-0,0373%	-0,0224	0,3135%	0,2538	0,2761%	1,1133

Fonte: Elaboração própria com base nas regressões do modelo de mercado efetuadas

Na empresa Optimus+Zon, agora denominada NOS, empresa cotada em bolsa e tendo em conta uma janela de observação de 41 dias, foram recolhidas 161 notícias sendo 116 boas e 45 más. Pelo que se pode constatar que os investidores entenderam a divulgação das notícias como um sinal positivo para o valor do acionista. Contudo, é perceptível que no mercado português os investidores antecipam de uma melhor forma as notícias relativas a resultados, quer sejam boas ou más, como se pode observar nas figuras 3 e 4 abaixo apresentadas.

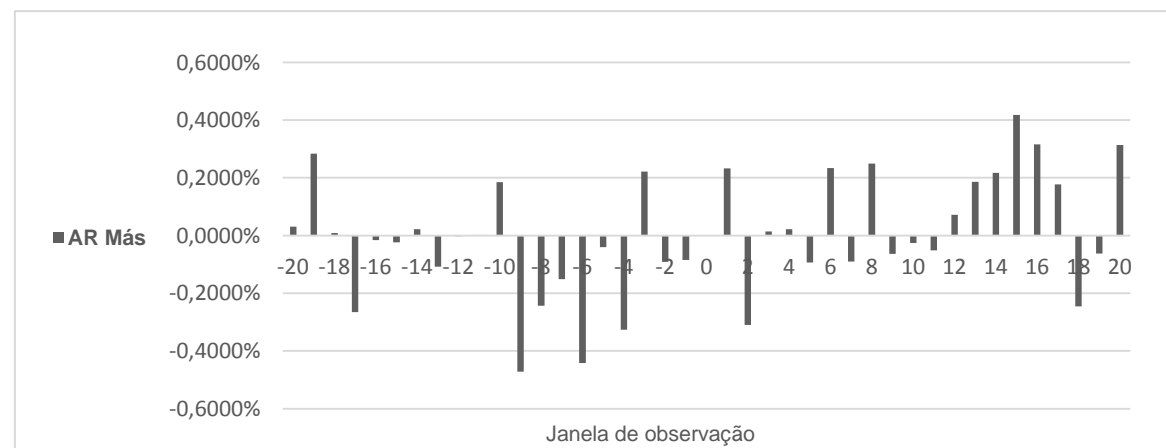
Ao contrário dos resultados obtidos por Parada (2011) e Lopes (2012), os resultados dos retornos anormais médios levam à conclusão de que o mercado de Lisboa reage positivamente aos anúncios relativos à fusão da Optimus+Zon, devido ao retorno para os dias seguintes ao dia da divulgação da notícia serem maioritariamente positivos.

Figura 3 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias – Boas, no processo de fusão Optimus+Zon



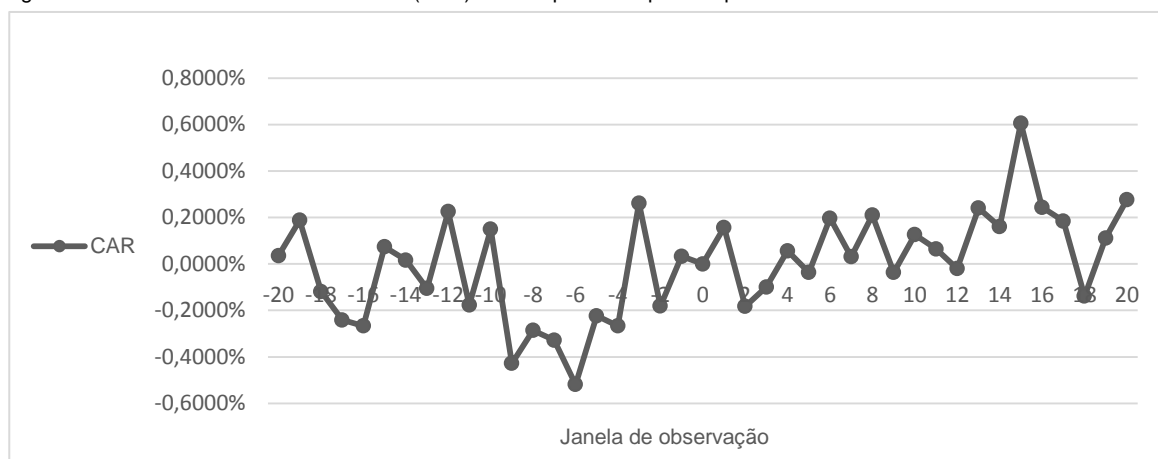
Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

Figura 4 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de fusão Optimus+Zon



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

Figura 5 – Retornos anormais acumulados (CAR) médios para a empresa Optimus+Zon



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios acumulados.

No entanto, como se pode observar na tabela 9, o mercado bolsista nas notícias boas após o dia de divulgação do anúncio do processo de fusão, ou seja, dia 1, reagiu de forma negativa (-0,0755%). Para as más notícias observa-se um retorno positivo (0,2327%) no dia seguinte (dia 1) após o dia do evento (dia 0).

Através da tabela 9 e figura 5 verificamos um \overline{CAR} maioritariamente positivo após o anúncio formal da fusão, sendo que apenas os dias 4,13 e 15 não se revelam estatisticamente significativos para um t crítico [-2,365;2,365].

Os retornos anormais médios evidenciados nas figuras 3 e 4 mostram as flutuações de retornos das ações das empresas em análise. Depois do anúncio o impacto das boas notícias é negativo (no dia 1 – figura 3) mas positivo no caso das más notícias (dia 1 – figura 4). Mas os impactos positivos das boas e das notícias nos dias subsequentes excedem o número de impactos negativos das mesmas. Isto evidencia que o mercado permaneceu otimista com relação à aquisição e nem mesmo as más notícias foram completamente capazes de eliminar esta tendência de reação positiva.

Os valores de queda de retornos anormais médios positivos verificados no curto prazo após o anúncio (entre os dias 1 e 2) mas os subsequentes e repetitivos aumentos dos mesmos nos períodos posteriores evidenciam que mesmo que os preços das ações após o anúncio tenham diminuído, os mesmos foram rapidamente recuperados. O efeito negativo pode também dever-se ao ambiente económico de crise financeira vivido entre os anos de 2011 e 2014, implicando que o mercado poderia também estar mais pessimista devido a estes motivos adicionais.

6.2.2 Sumol+Compal

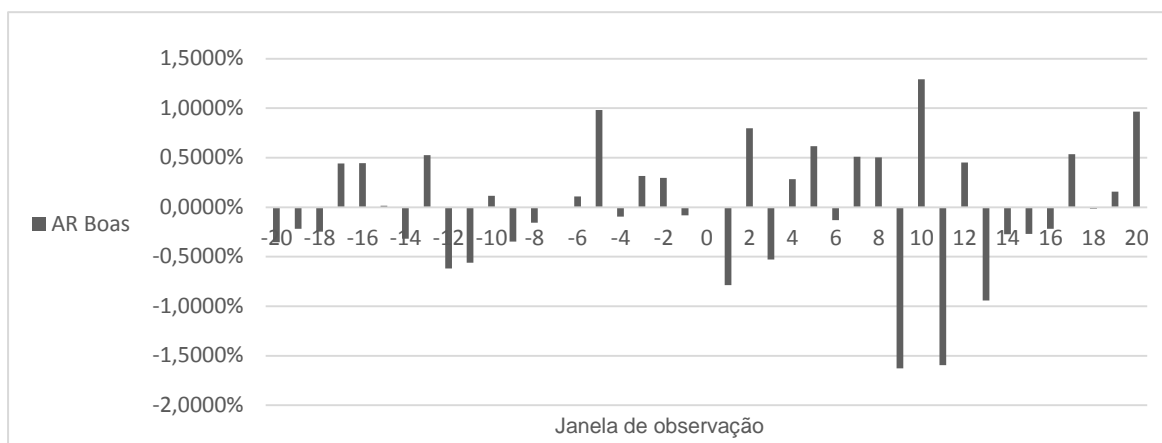
No processo de fusão Sumol+Compal, empresa cotada em bolsa e tendo em conta uma janela de observação de 41 dias foram recolhidas 35 notícias, 22 boas e 13 más. Analisando os retornos anormais médios pode-se verificar que os investidores entenderam a divulgação das notícias boas ou más como um sinal negativo para o valor do acionista.

Tabela 10 - Resultados dos retornos médios anormais (\bar{AR}) e dos retornos anormais médios acumulados (\bar{CAR}) na empresa Sumol+Compal

Dia	\bar{AR} Boas	Teste $\Theta 1$	\bar{AR} Más	Teste $\Theta 1$	\bar{CAR}	Teste $\Theta 2$
-20	-0,3543%	-0,1625	0,3230%	0,1626	-0,0314%	-0,0655
-19	-0,2159%	-0,1838	0,5738%	0,2162	0,3578%	0,6409
-18	-0,2473%	-0,1426	-0,0253%	-0,0198	-0,2726%	-1,7372
-17	0,4411%	0,1605	0,1219%	0,1270	0,5630%	2,4937
-16	0,4447%	0,3022	-0,2374%	-0,1609	0,2072%	0,4296
-15	0,0170%	0,0060	0,3446%	0,1595	0,3616%	1,5607
-14	-0,3169%	-0,1334	-0,1507%	-0,1531	-0,4676%	-3,9790
-13	0,5264%	0,3620	0,1752%	0,1591	0,7016%	2,8258
-12	-0,6168%	-0,3463	0,4819%	0,2126	-0,1350%	-0,1737
-11	-0,5602%	-0,2845	-0,4704%	-0,2041	-1,0306%	-16,2296
-10	0,1155%	0,0693	0,3845%	0,1754	0,5000%	2,6290
-9	-0,3460%	-0,2584	0,3540%	0,3400	0,0080%	0,0161
-8	-0,1566%	-0,0729	-0,3416%	-0,2667	-0,4982%	-3,8092
-7	0,0035%	0,0016	-0,2498%	-0,0898	-0,2464%	-1,3754
-6	0,1091%	0,0511	0,9462%	0,3924	1,0553%	1,7830
-5	0,9808%	0,3373	-0,6862%	-0,3695	0,2946%	0,2499
-4	-0,0945%	-0,0446	-0,6204%	-0,2837	-0,7149%	-1,9225
-3	0,3150%	0,1468	-0,0385%	-0,0362	0,2766%	1,1064
-2	0,2981%	0,0932	0,1117%	0,0428	0,4098%	3,1093
-1	-0,0818%	-0,0461	0,0877%	0,0494	0,0059%	0,0489
0	0,0000%	0,2179	0,0000%	-0,3488	0,0000%	-0,6725
1	-0,7852%	-0,3037	1,0316%	0,3901	0,2464%	0,1918
2	0,7974%	0,4484	-0,5234%	-0,1615	0,2740%	0,2934
3	-0,5276%	-0,1678	-0,7757%	-0,2337	-1,3033%	-7,4296
4	0,2829%	0,1162	0,2081%	0,1114	0,4911%	9,2801
5	0,6176%	0,3438	0,2315%	0,0742	0,8491%	3,1100
6	-0,1293%	-0,0512	-0,6261%	-0,3515	-0,7554%	-2,1507
7	0,5093%	0,2522	0,4343%	0,3583	0,9436%	17,7896
8	0,5022%	0,3439	-0,4136%	-0,4967	0,0886%	0,1368
9	-1,6271%	-0,4852	-0,7488%	-0,4216	-2,3760%	-3,8257
10	1,2913%	0,3624	-1,1778%	-0,4951	0,1135%	0,0650
11	-1,5937%	-0,3275	0,5973%	0,2378	-0,9964%	-0,6431
12	0,4515%	0,1932	0,7062%	0,2812	1,1577%	6,4269
13	-0,9405%	-0,3799	-1,0114%	-0,3208	-1,9519%	-38,9079
14	-0,2723%	-0,1346	1,0633%	0,4648	0,7910%	0,8376
15	-0,2682%	-0,1155	-0,0325%	-0,0166	-0,3007%	-1,8048
16	-0,2165%	-0,1603	0,6227%	0,3574	0,4062%	0,6846
17	0,5352%	0,2294	-0,1680%	-0,2489	0,3672%	0,7386
18	-0,0120%	-0,0059	-0,3114%	-0,1342	-0,3234%	-1,5277
19	0,1594%	0,0518	0,7350%	0,4608	0,8944%	2,1975
20	0,9648%	0,5381	-0,9254%	-0,3373	0,0395%	0,0295

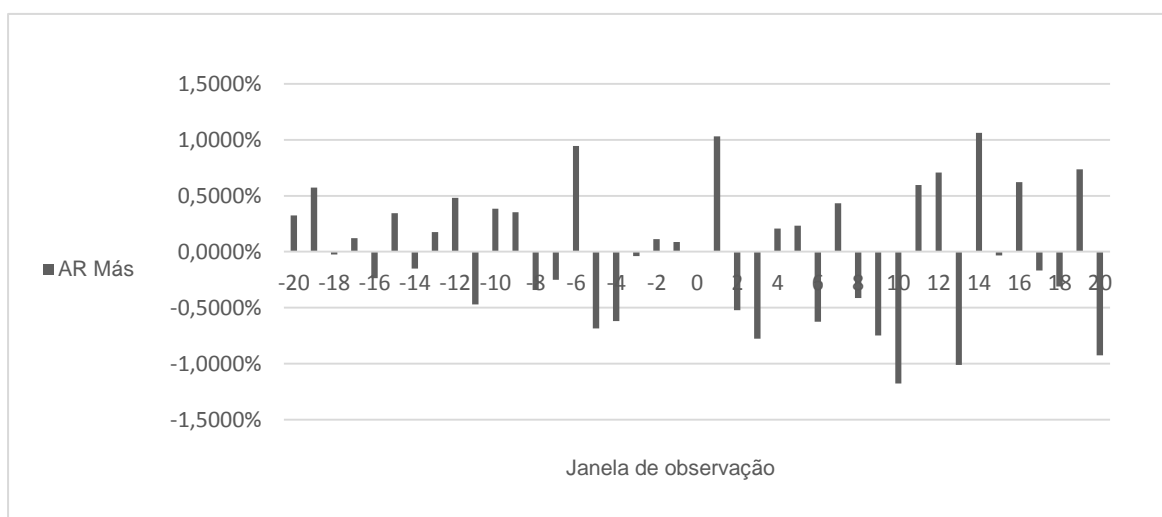
Fonte: Elaboração própria com base nas regressões do modelo de mercado efetuadas.

Figura 6 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias - Boas, no processo de fusão da Sumol+Compal



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

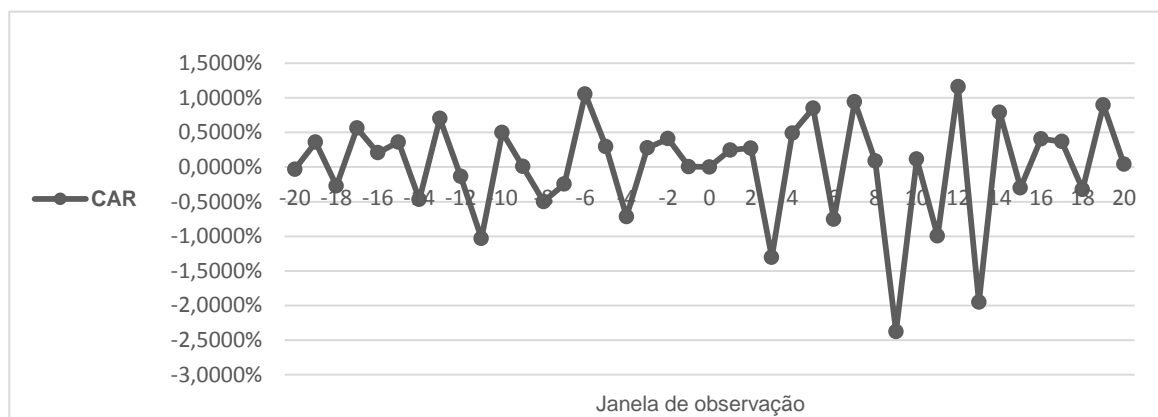
Figura 7 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de fusão da Sumol+Compal



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

Na figura 6 e 7 podemos observar 50% de retorno anormal médio positivo e 50% de retorno anormal médio negativo para as notícias categorizadas como boas, antes e após o anúncio da fusão. Sendo que, semelhante ao que se sucedeu com Parada (2011) e Lopes (2012), o retorno anormal médio das notícias más é maioritariamente negativo após o dia de evento. No entanto, como se pode observar na tabela 10, o mercado bolsista nas notícias boas após o dia de divulgação do anúncio do processo de fusão, ou seja, dia 1, reagiu de forma negativa (-0,7852%). Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio positivo (1,0316%) no dia seguinte (dia 1) após o dia do evento (dia 0).

Figura 8 – Retornos anormais acumulados (CAR) médios na Sumol+Compal



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios acumulados.

A partir da tabela 10 e da figura 8 verifica-se um \overline{CAR} com retornos maioritariamente positivos após o anúncio de fusão da Sumol+Compal, demonstrando que os investidores estão a reagir positivamente à notícia. No entanto, nem todos apresentam significância estatística. Na maioria, os \overline{CAR} têm significância estatística para um t crítico $[-2,365; 2,365]$, exceto nos dias 3, 4, 5, 7, 9, 12 e 13.

Pela figura 8 podemos observar que os valores do \overline{CAR} adquirente não mostram nenhuma tendência, limitando-se a oscilar entre movimentos de subida e de descida, sendo ainda mais volátil no período temporal de +20 dias após o dia do anúncio. Todavia, nos dois primeiros dias após o anúncio a tendência é de impacto positivo, tendo-se verificado um movimento de descida nos dois dias anteriores ao do anúncio. Assim, podemos dizer que os resultados aqui obtidos parecem evidenciar que os anúncios de ganhos de facto transmitem informação útil para a criação de valor nestas empresas.

No dia 3 após o anúncio os valores de AR médios foram de -0,5276%, -0,7757% para boas e más notícias respetivamente e de -1,3033% para o CAR médio com respeito à adquirente. Se o mercado fosse eficiente (tal como evidenciado por Dilshad, 2013), os retornos anormais deveriam retornar ao valor de 0 rapidamente logo a seguir ao anúncio. Assim, à semelhança do autor, também aqui podemos concluir que o mercado acionista reagiu negativamente ao anúncio da F&A relativamente à adquirente. Todavia, os acionistas ganham nos dois dias posteriores aos do anúncio dados os valores positivos verificados. Também podemos dizer segundo esta linha de pensamento que o mercado só se mostrou realmente eficiente no dia anterior ao do anúncio dado que os valores são muito próximos de 0.

6.2.3 Aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae

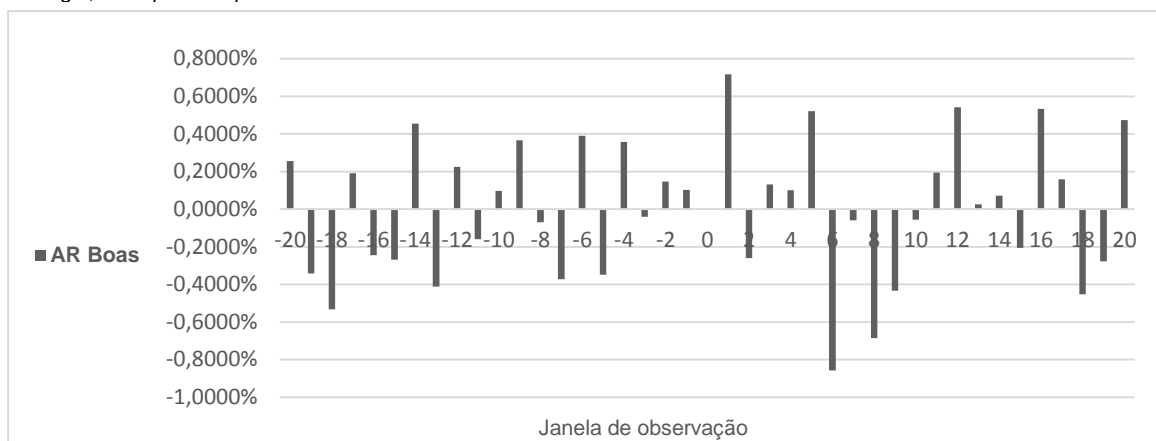
No processo de aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae, empresa cotada em bolsa e tendo em conta uma janela de observação de 41 dias foram recolhidas 16 notícias, 11 boas e 5 más.

Tabela 11 - Resultados dos retornos médios anormais (\overline{AR}) e dos retornos anormais médios acumulados (\overline{CAR}) no Grupo SONAE

Dia	\overline{AR} Boas	Teste Θ_1	\overline{AR} Más	Teste Θ_1	\overline{CAR}	Teste Θ_2
-20	0,2561%	0,2148	-1,0054%	-2,1216	-0,7492%	-0,8399
-19	-0,3417%	-0,5452	0,1081%	0,1170	-0,2336%	-0,7345
-18	-0,5325%	-0,3818	0,0291%	0,0289	-0,5034%	-1,2678
-17	0,1911%	0,1190	1,0489%	0,4165	1,2400%	2,0444
-16	-0,2447%	-0,1742	0,7205%	0,6661	0,4758%	0,6972
-15	-0,2679%	-0,2690	-0,5303%	-0,3632	-0,7983%	-4,3023
-14	0,4547%	0,3626	0,9382%	0,4767	1,3929%	4,0734
-13	-0,4103%	-0,5433	-0,9062%	-1,2827	-1,3165%	-3,7546
-12	0,2249%	0,2123	-1,2521%	-1,2558	-1,0272%	-0,9836
-11	-0,1591%	-0,1038	0,3935%	0,5816	0,2344%	0,5998
-10	0,0979%	0,0826	-0,1998%	-0,1826	-0,1019%	-0,4840
-9	0,3661%	0,2997	0,9360%	0,3885	1,3021%	3,2314
-8	-0,0682%	-0,1137	0,4611%	0,4638	0,3929%	1,0497
-7	-0,3718%	-0,4981	-0,6834%	-1,1952	-1,0551%	-4,7883
-6	0,3909%	0,2615	-1,0141%	-1,0508	-0,6232%	-0,6273
-5	-0,3474%	-0,2730	1,3516%	0,7004	1,0041%	0,8358
-4	0,3586%	0,3269	0,4836%	0,3380	0,8422%	9,5319
-3	-0,0395%	-0,0248	1,0750%	0,3455	1,0355%	1,3139
-2	0,1477%	0,1332	-0,7644%	-2,4245	-0,6167%	-0,9561
-1	0,1025%	0,0732	0,7965%	0,3145	0,8990%	1,8321
0	0,0000%	0,8927	0,0000%	-0,2646	0,0000%	0,4563
1	0,7177%	0,4091	-1,3214%	-0,8325	-0,6037%	-0,4187
2	-0,2600%	-0,2617	-0,0606%	-0,0536	-0,3207%	-2,2745
3	0,1318%	0,1603	0,2213%	0,1716	0,3531%	5,5780
4	0,1008%	0,0560	0,1248%	0,1683	0,2256%	13,2770
5	0,5222%	0,5068	-1,1099%	-0,7472	-0,5877%	-0,5093
6	-0,8563%	-0,5011	-0,8907%	-0,7890	-1,7469%	-71,8251
7	-0,0583%	-0,0819	0,0011%	0,0008	-0,0572%	-1,3627
8	-0,6848%	-0,3834	0,2771%	0,6559	-0,4077%	-0,5995
9	-0,4336%	-0,2408	-0,8776%	-0,6164	-1,3112%	-4,1768
10	-0,0560%	-0,0468	0,0231%	0,0148	-0,0329%	-0,5886
11	0,1947%	0,1313	0,7747%	0,6328	0,9694%	2,3638
12	0,5424%	0,5576	-0,3084%	-0,3463	0,2340%	0,3890
13	0,0265%	0,0156	1,5378%	0,5827	1,5643%	1,4638
14	0,0727%	0,0421	-0,4400%	-0,2138	-0,3673%	-1,0132
15	-0,2059%	-0,1252	0,1373%	0,1135	-0,0686%	-0,2828
16	0,5331%	0,2945	0,4432%	0,2983	0,9763%	15,3578
17	0,1599%	0,1073	-0,3202%	-0,2286	-0,1604%	-0,4724
18	-0,4525%	-0,5130	0,0951%	0,0493	-0,3574%	-0,9231
19	-0,2761%	-0,2131	-0,1165%	-0,1853	-0,3926%	-3,4789
20	0,4743%	0,4338	-0,1764%	-0,1317	0,2979%	0,6473

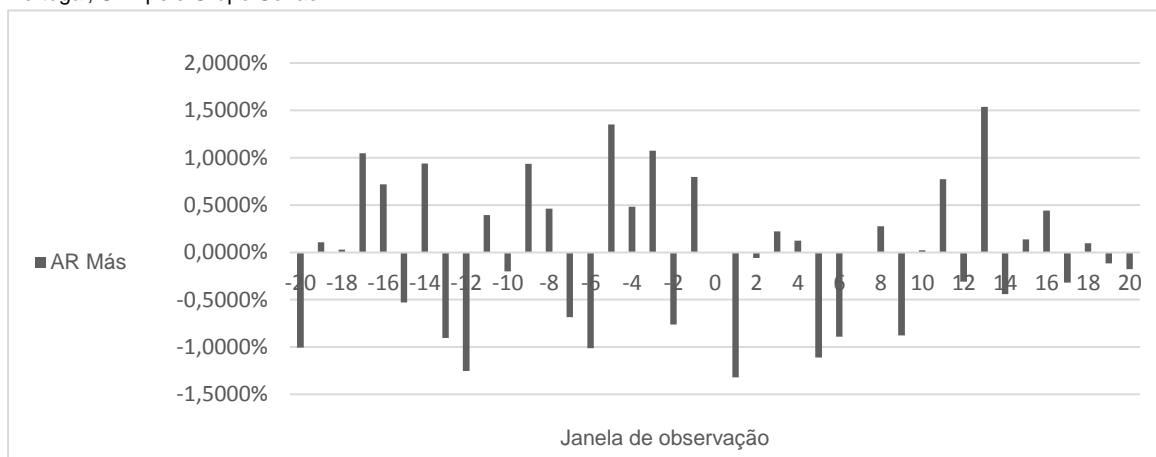
Fonte: Elaboração própria com base nas regressões do modelo de mercado efetuadas.

Figura 9 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias - Boas, no processo de aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

Figura 10 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae



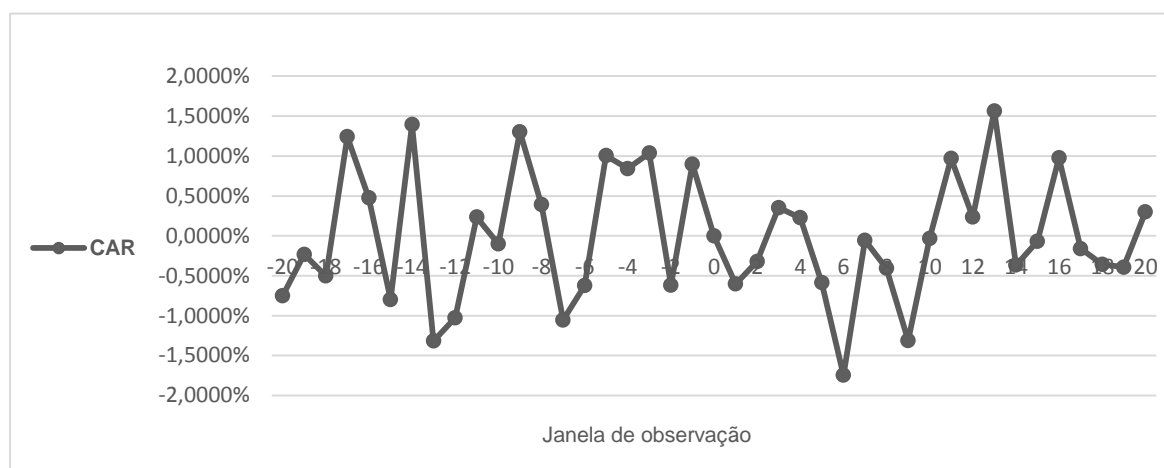
Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

Através da observação da tabela 11 e das figuras 9 e 10 podemos constatar que os investidores entenderam a divulgação das notícias como um sinal positivo para o valor do acionista. Ao contrário do que aconteceu com Parada (2011) e Lopes (2012) os resultados dos retornos anormais médios levaram à conclusão de que o mercado de Lisboa reagiu positivamente aos anúncios relativos à aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae, devido ao retorno para os dias seguintes ao dia da divulgação das notícias boas serem maioritariamente positivas, embora nas notícias más tenha havido um equilíbrio entre retorno positivo e negativo (50%/50%). O valor mais elevado de retorno anormal médio (para as notícias boas) corresponde ao dia imediatamente a seguir à data de evento. O que significa que o mercado rapidamente incorporou no preço das ações a informação recebida, podendo deste modo ser considerado eficiente na

forma semi-forte¹⁸ relativamente à rapidez de incorporação de novas informações que chegam ao mercado. Este facto vai de encontro à conclusão obtida por Altunbas e Márques (2008).

As reações positivas dos investidores às más notícias respeitantes ao processo de F&A neste caso ocorrem em maior número e escala no período de -20 dias antes da data do anúncio, mas a magnitude de resposta negativa a estas notícias más é similar nos dois períodos.

Figura 11 - Retornos anormais acumulados (CAR) médios para a aquisição do Carrefour Portugal S.A. pelo Grupo Sonae



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios acumulados.

Os resultados relativos aos \overline{CAR} apresentados na tabela 10 e figura 11 são maioritariamente negativos, nomeadamente nos dias seguintes à divulgação da notícia de aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae, demonstrando que os investidores não estão a reagir positivamente à notícia. Na sua maioria, os \overline{CAR} têm significância estatística para um t crítico [-2,365;2,365], exceto nos dias -15,-14,-13,-9,-7,-4,3,4,6,9,16 e 19.

Olhando para a figura 11 e por comparação com os retornos médios anormais acumulados dos dois casos em análise anteriores continuamos a verificar uma elevada volatilidade. Todavia nesta terceira situação o tempo de resposta positiva e negativa dos investidores no mercado é mais prolongado dado que se estende até 3 dias depois do anúncio só começando mesmo a diminuir do dia 4 e até ao quinto (isto numa análise no muito curto prazo).

¹⁸ Um mercado é eficiente na forma semi-forte se as cotações se ajustam muito rapidamente a nova informação disponível publicamente, de tal forma que não é possível obter retornos excessivos com base nessa informação. O estudo de eficiência de mercado não é objeto de análise mas procurou-se evidenciar possíveis relações de acordo com os resultados obtidos. Um mercado diz-se eficiente na forma forte se as cotações refletem toda a informação pública e privada e ninguém consegue obter retornos excessivos. Um mercado diz-se eficiente na forma fraca se não é possível obter retornos em excesso com base em estratégias de investimento baseadas em cotações históricas do ativo, ou seja, os preços correntes refletem as informações históricas.

6.2.4 Aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa

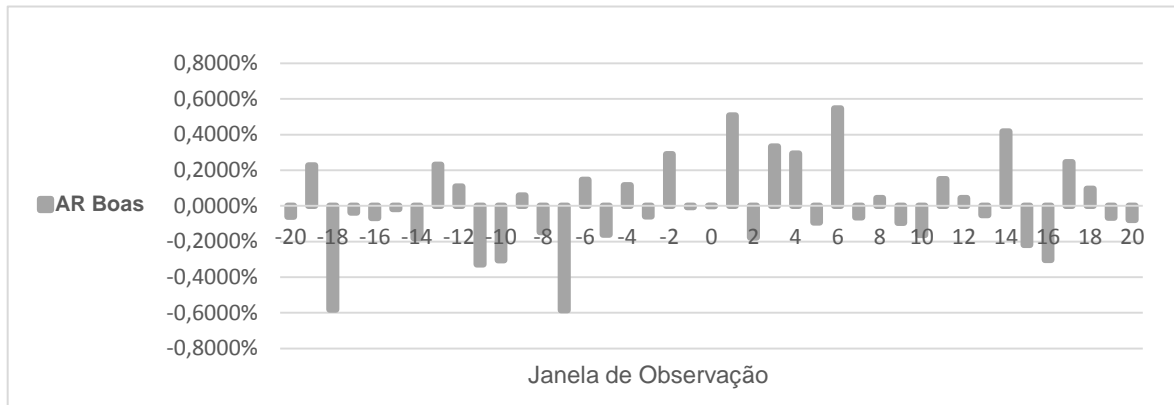
No processo de aquisição parcial da Portucel pelo grupo Semapa foram recolhidas 35 notícias, sendo que destas 27 foram categorizadas como boas e 8 como más. Observando a tabela 12 e a figura 12 e 13 é possível chegar à conclusão de que tal como em Parada (2011) e Lopes (2012), o mercado de Lisboa reage negativamente às notícias, quer relativamente às categorizadas como boas quer às categorizadas como más, devido aos retornos para os dias seguintes ao dia da divulgação do processo de aquisição serem maioritariamente negativos.

Tabela 12 - Resultados dos retornos médios anormais (\overline{AR}) e dos retornos anormais médios acumulados (\overline{CAR}) no Grupo Semapa

Dia	\overline{AR} Boas	Teste Θ_1	\overline{AR} Más	Teste Θ_1	\overline{CAR}	Teste Θ_2
-20	-0,0607%	-0,0731	-0,2232%	-0,1511	-0,2840%	-2,4716
-19	0,2263%	0,2029	0,6199%	0,3844	0,8461%	3,0399
-18	-0,5818%	-0,4611	0,1217%	0,1882	-0,4601%	-0,9249
-17	-0,0378%	-0,0265	-0,0115%	-0,0166	-0,0493%	-2,6518
-16	-0,0675%	-0,0853	-0,2221%	-0,2705	-0,2896%	-2,6478
-15	-0,0178%	-0,0185	0,1796%	0,4770	0,1618%	1,1589
-14	-0,1806%	-0,1286	-0,3189%	-0,3636	-0,4995%	-5,1068
-13	0,2296%	0,1832	-0,2928%	-0,6222	-0,0632%	-0,1712
-12	0,1080%	0,1465	-0,2651%	-0,3625	-0,1570%	-0,5952
-11	-0,3285%	-0,4676	0,0124%	0,0158	-0,3161%	-1,3114
-10	-0,3048%	-0,3235	-0,0809%	-0,1136	-0,3857%	-2,4368
-9	0,0579%	0,0585	0,1620%	0,2352	0,2199%	2,9877
-8	-0,1466%	-0,1450	-0,4460%	-0,4631	-0,5926%	-2,7999
-7	-0,5839%	-0,4790	0,0962%	0,1854	-0,4876%	-1,0139
-6	0,1459%	0,1518	-0,0707%	-0,0949	0,0751%	0,4905
-5	-0,1616%	-0,1296	0,4997%	0,3589	0,3382%	0,7231
-4	0,1153%	0,1146	0,1835%	0,1284	0,2988%	6,2032
-3	-0,0582%	-0,0374	-0,0810%	-0,0776	-0,1393%	-8,6514
-2	0,2896%	0,1631	-0,0124%	-0,0159	0,2772%	1,2981
-1	-0,0058%	-0,0057	0,2147%	0,4129	0,2089%	1,3397
0	0,0000%	-0,0830	0,0000%	0,3019	0,0000%	0,6883
1	0,5064%	0,3289	-0,7629%	-0,3788	-0,2565%	-0,2857
2	-0,1774%	-0,1153	-0,2922%	-0,1315	-0,4696%	-5,7859
3	0,3334%	0,2292	-0,0272%	-0,0261	0,3062%	1,2007
4	0,2924%	0,2369	-0,3295%	-0,5092	-0,0371%	-0,0844
5	-0,0936%	-0,0653	0,7807%	0,6998	0,6871%	1,1114
6	0,5460%	0,3957	0,8015%	0,4685	1,3476%	7,4577
7	-0,0645%	-0,0526	0,7097%	0,6637	0,6452%	1,1786
8	0,0438%	0,0317	0,1606%	0,1553	0,2045%	2,4759
9	-0,0941%	-0,0867	-0,3361%	-0,3276	-0,4301%	-2,5133
10	-0,1626%	-0,1398	-0,1564%	-0,1393	-0,3189%	-73,1632
11	0,1492%	0,1432	-0,0282%	-0,0273	0,1211%	0,9652
12	0,0432%	0,0343	0,5454%	0,6778	0,5886%	1,6577
13	-0,0508%	-0,0478	-0,3897%	-0,4989	-0,4405%	-1,8385
14	0,4171%	0,3586	-0,4218%	-0,7577	-0,0047%	-0,0080
15	-0,2179%	-0,2157	-0,6835%	-0,3606	-0,9014%	-2,7376
16	-0,3021%	-0,1725	0,0722%	0,0751	-0,2299%	-0,8684
17	0,2440%	0,2237	0,3115%	0,1960	0,5555%	11,6392
18	0,0950%	0,0697	0,5216%	0,4149	0,6165%	2,0441
19	-0,0658%	-0,0771	-0,2618%	-0,2458	-0,3276%	-2,3633
20	-0,0788%	-0,0767	-0,2790%	-0,3635	-0,3578%	-2,5271

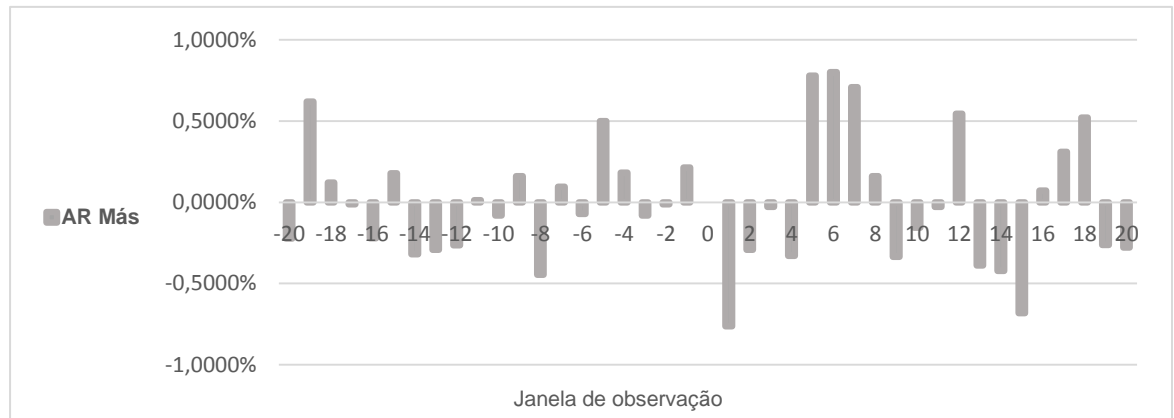
Fonte: Elaboração própria com base nas regressões do modelo de mercado efetuadas.

Figura 12 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias - Boas, no processo de aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

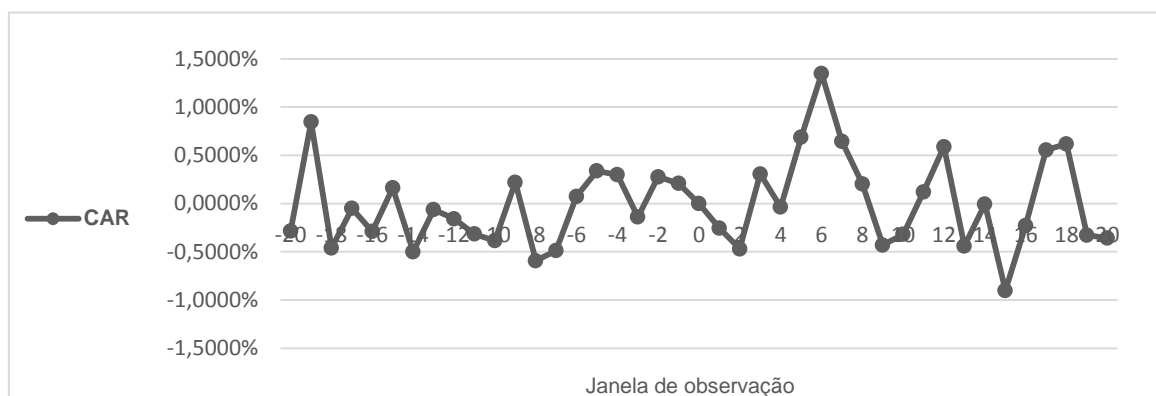
Figura 13 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

Embora nas notícias boas tenha havido um equilíbrio entre retorno positivo e negativo (50%/50%). O valor mais elevado de retorno anormal médio (para as notícias boas) corresponde ao segundo dia a seguir à data de evento. O que poderá querer dizer que o mercado reagiu com alguma rapidez na incorporação da informação recebida no preço das ações.

Figura 14 - Retornos anormais acumulados (CAR) médios para a aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios acumulados.

Através da observação da tabela 12 e da figura 14 verifica-se que se obteve um \overline{CAR} maioritariamente negativo antes da revelação do anúncio de aquisição e após o mesmo, evidenciando que os investidores não estão a reagir bem às notícias. Quanto à sua significância, os dias -20,-19,-17,-16,-14,-10,-9,-8,-4,-3,2,6,8,9,10 e 15 não se revelaram estatisticamente significativos para valores de t crítico $[-2,365;2,365]$.

Verifica-se por análise da figura 14 que nos dois dias anteriores e nos dois dias posteriores aos do anúncio desta aquisição, os investidores tenderam a reagir de forma negativa. Verifica-se ainda que existe uma tendência de magnitude crescente em termos de resposta no período pós anúncio do que no período anterior ao mesmo pelas percentagens mais elevadas de CAR médio verificadas no período a seguir ao do momento 0.

Se os valores de reação atendendo às percentagens de CAR médio eram positivos nos dois dias anteriores aos do anúncio eles revelam ser negativos nos dois dias imediatamente posteriores, mostrando que o mercado reagiu de forma negativa tal como na Carrefour Sonae comparativamente aos resultados obtidos para a Sumol Compal e a Optimus Zon. Assim, também não podemos afirmar que os resultados de reação se devem a aquisições parciais face a aquisições total, pois não fica aqui claro um padrão de comportamento assim tão linear dado os resultados obtidos.

Todavia, e olhando de um modo geral para todas as tabelas de valores percentuais de AR e CAR médios apresentadas, podemos verificar que estas percentagens tendem para valores de zero à medida que se aumenta a amplitude da janela de observação (-20; +20). Mas como estamos a fazer a análise para o curto prazo, será impossível tecer ilações sobre se os acionistas da adquirente irão beneficiar do atual processo de F&A no longo prazo.

6.2.5 Aquisição da Tertir pela Mota-Engil

Finalmente passamos à análise dos resultados obtidos pelas estimações por janelas de eventos para o quinto processo de F&A que ocorreu em Portugal e que foi objeto de análise no presente estudo.

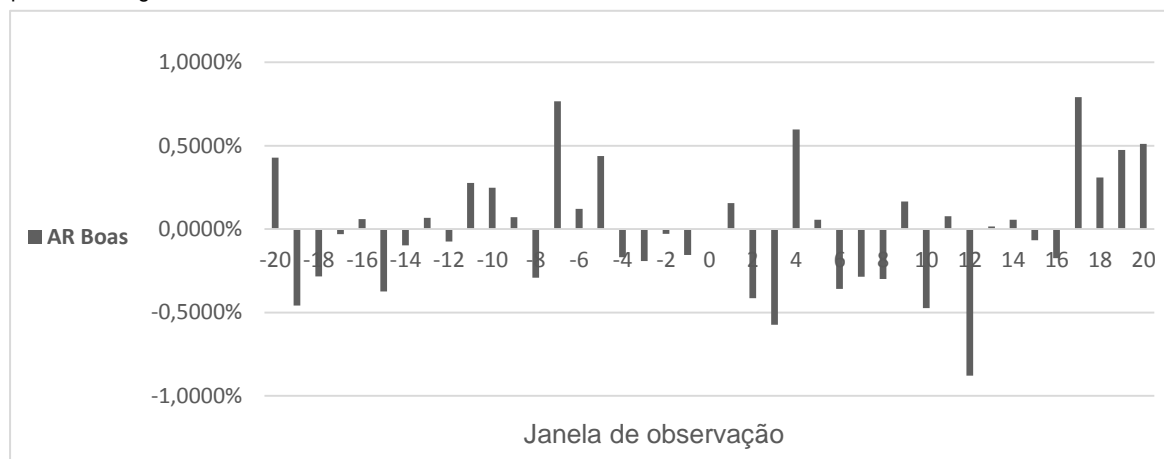
Tabela 13 - Resultados dos retornos médios anormais (\bar{AR}) e dos retornos anormais médios acumulados (\bar{CAR}) na empresa Mota-Engil

Dia	\bar{AR} Boas	Teste Θ_1	\bar{AR} Más	Teste Θ_1	\bar{CAR}	Teste Θ_2
-20	0,4280%	0,2577	-1,3301%	-1,3878	-0,9021%	-0,7256
-19	-0,4588%	-0,3916	0,2180%	0,1576	-0,2408%	-0,5031
-18	-0,2842%	-0,5795	0,9413%	0,4532	0,6571%	0,7583
-17	-0,0306%	-0,0268	-0,4747%	-0,2205	-0,5053%	-1,6088
-16	0,0589%	0,0502	-0,4715%	-1,6058	-0,4126%	-1,1001
-15	-0,3749%	-0,4329	-0,9829%	-0,8431	-1,3578%	-3,1587
-14	-0,0980%	-0,0760	0,0317%	0,0414	-0,0662%	-0,7224
-13	0,0668%	0,0496	0,1984%	0,1171	0,2652%	2,8483
-12	-0,0752%	-0,0457	1,1497%	1,7192	1,0745%	1,2406
-11	0,2774%	0,1754	0,2100%	0,2079	0,4873%	10,2205
-10	0,2477%	0,1594	-0,1068%	-0,3250	0,1409%	0,5622
-9	0,0714%	0,0558	0,2893%	0,1227	0,3607%	2,3401
-8	-0,2914%	-0,1834	0,9129%	0,9865	0,6215%	0,7299
-7	0,7654%	0,4122	1,6184%	1,6181	2,3838%	3,9525
-6	0,1215%	0,0814	0,2127%	0,1760	0,3341%	5,1827
-5	0,4382%	0,2385	-0,7589%	-1,6881	-0,3207%	-0,3789
-4	-0,1682%	-0,0782	0,5664%	0,6391	0,3982%	0,7666
-3	-0,1911%	-0,0860	0,1119%	0,1801	-0,0793%	-0,3700
-2	-0,0287%	-0,0146	-0,3171%	-0,3130	-0,3458%	-1,6962
-1	-0,1547%	-0,1076	-0,3932%	-0,4348	-0,5478%	-3,2482
0	0,0000%	0,4574	0,0000%	-0,2887	0,0000%	0,5669
1	0,1549%	0,0939	-1,6269%	-1,3070	-1,4720%	-1,1684
2	-0,4150%	-0,5941	1,7786%	1,7538	1,3636%	0,8791
3	-0,5745%	-0,4561	1,4792%	1,2937	0,9047%	0,6230
4	0,5979%	0,2748	-0,0518%	-0,0313	0,5460%	1,1885
5	0,0551%	0,0274	0,9174%	1,3258	0,9725%	1,5950
6	-0,3591%	-0,3237	-0,7625%	-0,7041	-1,1216%	-3,9320
7	-0,2854%	-0,2112	-1,2469%	-1,0141	-1,5323%	-2,2540
8	-0,2999%	-0,1623	-0,5204%	-0,4231	-0,8203%	-5,2620
9	0,1661%	0,1056	-0,6658%	-0,6128	-0,4997%	-0,8495
10	-0,4747%	-0,4884	-0,0459%	-0,0943	-0,5206%	-1,7168
11	0,0779%	0,0365	-0,5366%	-0,3763	-0,4587%	-1,0555
12	-0,8796%	-0,6145	0,8681%	1,2712	-0,0115%	-0,0093
13	0,0159%	0,0158	0,7213%	0,6185	0,7372%	1,4781
14	0,0561%	0,0427	-0,3402%	-0,3103	-0,2841%	-1,0140
15	-0,0666%	-0,0738	0,3638%	0,4652	0,2972%	0,9766
16	-0,1735%	-0,1362	-0,6635%	-2,6009	-0,8370%	-2,4158
17	0,7915%	0,3750	-0,4489%	-0,6060	0,3426%	0,3906
18	0,3086%	0,2020	0,1530%	0,1880	0,4616%	4,1957
19	0,4748%	0,2738	-0,4590%	-0,4658	0,0158%	0,0239
20	0,5101%	0,2363	-0,5385%	-1,4672	-0,0284%	-0,0383

Fonte: Elaboração própria com base nas regressões do modelo de mercado efetuadas

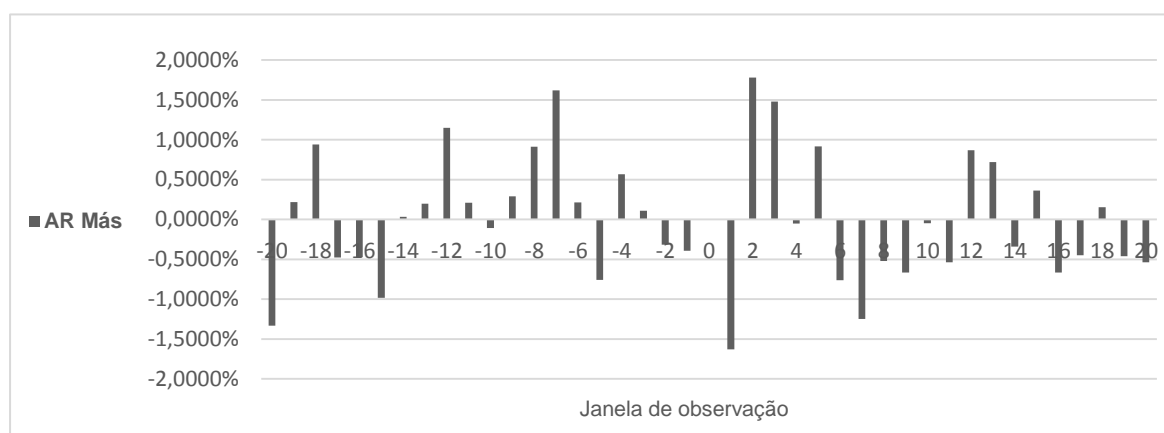
Segundo Duque e Pinto (2005) e Correia (2009) calculou-se os retornos anormais médios e os retornos anormais médios acumulados das notícias categorizadas como sendo boas ou más. No processo de aquisição da Tertir pela Mota-Engil, empresa cotada em bolsa e tendo em conta uma janela de observação de 41 dias foram recolhidas 20 notícias sendo 17 boas e 3 más.

Figura 15 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias - Boas, no processo de aquisição da Tertir pela Mota-Engil



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

Figura 16 - Retornos anormais (AR) médios para o tipo de notícias - Más, no processo de aquisição da Tertir pela Mota-Engil

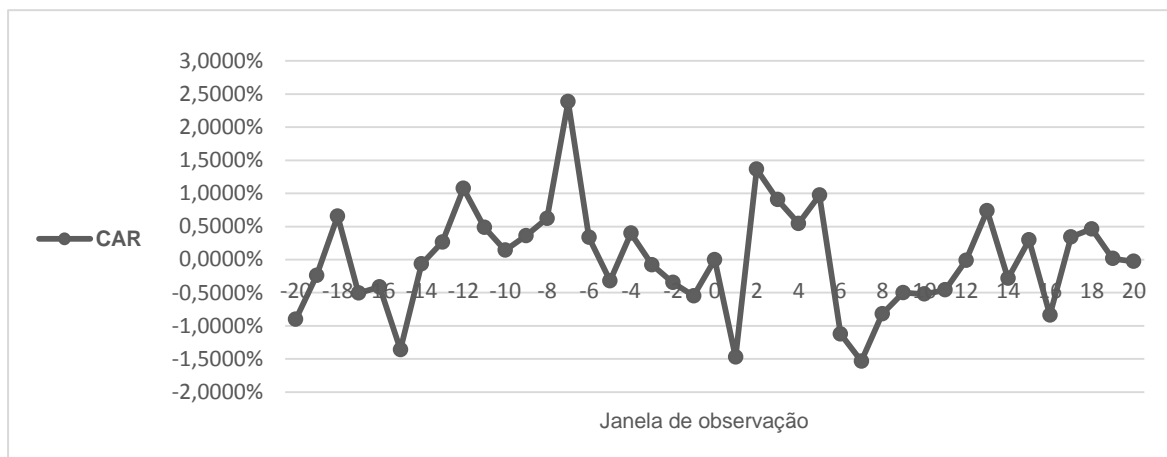


Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios.

Analisando os retornos anormais médios pode-se verificar através da tabela 13 e das figuras 15 e 16, que os investidores entenderam a divulgação das notícias boas ou más como um sinal negativo para o valor do acionista. Este comportamento de queda significativa observado nas figuras devido ao anúncio de aquisição de uma empresa cotada em bolsa foi também comprovado por Feito-Ruiza et al. (2014) tal como mencionado anteriormente na revisão da literatura.

Ainda através da observação da tabela 12 podemos verificar que a significância do \overline{AR} no dia anterior à data do anúncio pode estar relacionada com alguma fuga de informação para o mercado.

Figura 17 - Retornos anormais acumulados (CAR) médios para a aquisição da Tertir pela Mota-Engil



Fonte: Elaboração própria com base nos resultados obtidos de retornos anormais médios acumulados.

Na tabela 13 e figura 17 o \overline{CAR} no geral dos 41 dias de janela de observação é na sua maioria negativo, embora seja pela diferença de uma notícia. Após o dia do anúncio do processo de aquisição esse mesmo retorno é em grande parte negativo, ou seja, o mercado promoveu um ajuste instantâneo nos preços das ações, que se repercute nos retornos médios anormais acumulados dos dias que se seguem ao anúncio do processo de F&A. Na sua maioria, o retorno anormal médio acumulado apresenta significância estatística para um t crítico $[-2,365; 2,365]$, exceto nos dias -15, -13, -11, -7, -6, -1, 6, 8, 16 e 18.

Comparativamente com os casos anteriores, mais uma vez temos uma reação imediata negativa do mercado logo após o momento do anúncio. Todavia, neste quinto caso analisado não se observa tão elevada volatilidade, mostrando que o mercado reagiu menos. Convém referir que o período de análise neste último caso de estudo refere-se a 2005-2009, não sendo assim afetado pelo período conturbado de crise financeira cuja força se fez sentir mais fortemente após 2010. Esta simples constatação pode evidenciar que o mercado tende a reagir mais fortemente aos anúncios de F&A se o ambiente económico-financeiro for também instável. Mas para conseguirmos concluir a este respeito era necessário incluir mais processos de F&A na nossa análise bem como alargar os períodos de amostra permitindo assim estudar a hipótese adicional de que a situação económico financeira de um país reflete-se no comportamento dos mercados em termos de aumento de volatilidade nas reações dos investidores aquando dos anúncios dos processos de F&A.

Apesar de algumas limitações relativamente à metodologia aplicada (apesar de ser uma das metodologias mais utilizadas neste tipo de análise de estudos de caso tal como evidenciado na

revisão de literatura apresentada anteriormente) e à forma como as notícias são classificadas neste tipo de metodologias (falhas essas anteriormente identificadas), o presente estudo permitiu retirar ilações importantes sobre o comportamento das empresas portuguesas envolvidas em processos de F&A e que foram aqui objeto de análise.

7. Conclusão

Este trabalho teve como objetivo contribuir para a explicação, com base na literatura e no contexto das teorias apresentadas no decorrer da dissertação, das motivações que levaram às F&A e aos processos ocorridos em Portugal. No entanto, a principal razão implícita à realização deste estudo foi perceber se os processos de F&A em Portugal tiveram ou não um impacto positivo nos preços das ações das empresas envolvidas, bem como nos níveis de desempenho apresentados antes, durante e após os mesmos.

Primeiro foram feitos cálculos de alguns indicadores económico-financeiros de desempenho das empresas e posteriormente recorreu-se à metodologia tradicional de estudos de eventos, testando a existência de retornos médios anormais e retornos médios anormais acumulados para uma janela de observação de 41 dias.

Na primeira medida de avaliação, a fusão da Optimus+Zon mostrou-se positiva em todas as medidas de desempenho, trazendo assim para Portugal uma operadora integrada e forte em todos os seus segmentos de negócio passando a concorrer de uma forma mais equilibrada com a PT. A Sumol+Compal no final do primeiro ano (2009) após a fusão apresenta um desempenho na sua maioria crescente apesar de ainda negativo, exceto com respeito à rentabilidade das vendas que aumenta e para valores positivos atingindo os 28,15%. No ano de 2010 este rácio desce ainda que com sinal positivo, mas em 2011 recupera para quase metade do final do ano de 2009. Relativamente à aquisição do Carrefour Portugal, S.A. pelo Grupo Sonae no final do ano de 2007 podemos dizer que o primeiro ano financeiro (2008) após o ano da ocorrência da aquisição revela resultados pouco justificativos da realização benéfica do processo pelo simples motivo de que se verificou um decréscimo nos indicadores. Apenas no último ano de estudo, em 2009, existe uma recuperação destas medidas de desempenho mas nunca iguais às obtidas isoladamente pela empresa adquirente. No processo de aquisição parcial da Portucel pelo Grupo Semapa, esta mostrou-se positiva aquando da primeira participação em 2004 de 67,10% da Portucel. No entanto, no ano de 2006 o Grupo Semapa aumentou a sua participação para 71,81% provocando uma diminuição acentuada mas positiva dos indicadores. Por último, no primeiro ano após o processo de aquisição da Tertir pela Mota-Engil o desempenho no geral dos indicadores aumenta e é positivo, exceto na rentabilidade do ativo. No ano de 2008 dá-se uma inversão do sentido dos indicadores face ao final do primeiro ano após a aquisição. Contudo, os indicadores de desempenho no último ano de estudo (2009) mostram-se crescentes, com a exceção da rentabilidade do ativo, tendo mesmo valores superiores ao ano anterior à aquisição, quando a empresa adquirente atuava sozinha.

Em consonância com a envolvente económica que caracteriza os mercados de capitais nos dias de hoje, a clareza dos preços das ações é fundamental para a confiança dos investidores. Foram escolhidos os mesmos cinco casos de empresas portuguesas que realizaram processos de F&A

entre o ano de 2007 e 2014, e recolhidas várias notícias sobre esses mesmos processos, perfazendo um total de 267 notícias, sendo que 193 foram categorizadas como notícias boas e 74 como notícias más. Através da análise das tabelas e das figuras respeitantes à metodologia de janelas de eventos, referentes aos retornos médios anormais simples e acumulados, constata-se que o mercado reage de forma diferente aos vários tipos de notícias (boas ou más). Relativamente ao facto da possibilidade das notícias divulgadas influenciarem, no sentimento do investidor, este é comprovado com os diferentes retornos que o mercado vai reagindo antes e depois da divulgação de aquisição ou fusão da empresa, quer positiva ou negativamente, constatando que o investidor sofre alterações no seu sentimento.

De uma forma generalizada, no mercado português verificou-se retornos médios anormais cumulativos com valores maioritariamente negativos nos dias seguintes à divulgação, demonstrando que os investidores estão a reagir negativamente à notícia. Com isto verifica-se que quando se distingue as notícias entre boas e más, o mercado reage de modo diferente à divulgação das mesmas.

A principal limitação a este estudo deve-se ao facto de se analisar as operações apenas na perspetiva da empresa adquirente e não analisar também a reação por parte da empresa adquirida, visto que a maior parte delas já não estão cotadas em bolsa. Outras limitações prendem-se com a metodologia utilizada, nomeadamente no que respeita à classificação subjetiva de notícias a que é necessário decorrer.

Como sugestão para pesquisas e estudos futuros à volta deste tema, sugere-se a utilização de uma maior amostra de casos de processos de fusão ou aquisição em empresas portuguesas cotadas em bolsa. Outra possível expansão seria relacionar as tendências de reação dos investidores aos processos de F&A com a situação económico-financeira vivida aquando do mesmo para perceber se de facto os investidores tendem a sobre reagir face a uma má situação, como a crise financeira que se generalizou e foi mais fortemente sentida em Portugal a partir de 2010.

Referências Bibliográficas

- Agrawal, A. e Jeffrey, F. J. (2000), *The Post Merger Performance Puzzle. Advances in Mergers and Acquisitions*, vol.1, p.7-41.
- Altunbas, Y. e Marqués, D. (2008), *Merges and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities*, Journal of Economic Perspectives, vol.6, p.204-222.
- Barreira, J. F. S. (2011), *Impacto de uma fusão ou aquisição na performance das empresas – alguns casos em Portugal*, ISEG da Universidade Técnica de Lisboa, p.1-43.
Link:https://aquila1.iseg.utlisboa.pt/aquila/publico/listThesis.do?method=listThesisDetails&thesisID=802&contentContextPath_PATH=/unidade/ddi/lateral/biblioteca-digital&_request_checksum_=226f1a7cc49672bb1b1f22ebf8ea9a463cbe938e&locale=en
(visualizado a 2 de junho de 2015)
- Barros, V. M. S. (2011), *Impacto da Fiscalidade nas decisões de fusões e aquisições em Portugal*, ISEG da Universidade Técnica de Lisboa, p.1-100.
- Bhattacharyya, A. K., e Phani, B. V. (2004), *Economic Value Added - A General Perspective*, SSRN Working Paper Series.
Link: <http://ssrn.com/abstract=545444> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Bild, M., Guest, P., Cosh, A., e Runsten, M., (2002). *Do takeovers create value? A residual income approach on UK data*, ESRC Centre for Business Research - Working Papers wp252, ESRC Centre for Business Research.
Link: <https://ideas.repec.org/p/cbr/cbrwps/wp252.html> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Brakman, S., Garretsin, H. e Marrewijk, C. V. (2005), *Cross-Border Mergers and Acquisitions: On Revealed Comparative Advantage and Mergers Waves*, WK.P.
Link: <http://ssrn.com/abstract=870389> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Brealey, R. A., Allen, F. e Myers, S.C. (2007), *Princípios de Finanças Empresariais*, 8ª edição, McGraw-Hill, p.1032.
- Bruner, R. F. (2004), *Applied Mergers and Acquisitions: Workbook*. Part 3 – Diligence, Valuation, and Accounting, New Jersey, John Wiley & Sons, Inc., cap. 11, p.325-347.

Burkart, M e Panunzi, F. (2006), “Takeovers”.

Link: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=884080 (visualizado a 18 de maio de 2015)

Camargos, M. A. e Barbosa, F. V. (2005), *Análise empírica da hipótese de maximização da riqueza dos acionistas nos processos de fusão e aquisição ocorridos no mercado de capitais brasileiro pós-Plano Real*, Revista de Gestão USP, São Paulo, vol.12, n.4, p.33-53.

Chang, S. e Tsai, M., (2013), *Long-run performance of mergers and acquisition of privately held targets: evidence in the USA*, Applied Economics Letters, vol.20, n.6, p.520–524. DOI: 10.1080/13504851.2012.718060

Clark, K. e Ofek, E. (1994), *Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol.29, p.541-565

Cohen, S.; Thiraios, D. e Kandilorou, M. (2008), *Performance parameters interrelations from a balanced scorecard perspective: An analysis of Greek companies*. Managerial Auditing Journal, vol.23, n.5, p.485 – 503.

Dickerson, A. P., Gibson, H. D. e Tsakalotos, E. (1997), *The Impact of Acquisitions on Company Performance: Evidence from a Large Panel of UK Firms*, Oxford Economic Papers, vol.49, p.344-361.

Dilshad, M. N., (2013). *Profitability analysis of mergers and acquisitions: An event study approach*, Business and Economic Research, vol.3, n.1, pp.89-125.

Dodd, P. e Ruback, R. (1977), *Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical analysis*, Journal of Financial Economics, vol.5, n. 3, p.351-374. DOI:10.1016/0304-405X(77)90043-5

Dolley, J. C. (1933), *Common Stock Split-Ups – Motives and Effects*, Harvard Business Review, vol.12, n.1, p.70-81.

Duque, J. e Pinto, I. (2004), *How Sensitive are Price Sensitive Events*, Working paper 4/2004; ISEG.

Link: http://www.iseg.utl.pt/departamentos/gestao/wp/N4_2004.pdf (visualizado a 2 de junho de 2015)

Erel, I., Liao, R. C., e Weisbach, M. S. (2012), *Determinants of cross-border mergers and acquisitions*. The Journal of Finance, vol.67, n.3, p.1045-1082.

- Feito-Ruiz, I., Fernández, A. I. e Menéndez-Requejo, S. (2014), *Determinants of the acquisition of listed versus unlisted firms in different legal and institutional environments*, Applied Economics, vol.46, n.23, p.2814–2832.
- Ferreira, T. C. (2012), *Expectativas dos Stakeholders para as Fusões e Aquisições (Um estudo de caso: Aquisição do Finibanco pelo Montepio)*, Dissertação apresentada ao ISCAP para a obtenção do Grau de Mestre em Auditoria, p.24
Link:http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/1138/1/DM_Tomazia_Ferreira_2012.pdf
(visualizado a 1 de junho de 2015)
- Gaughan, P. A. (1999), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, New York, John Wiley & Sons, Inc., p.12.
- Gregoriou, G. N. e Renneboog, L. (2007), *International Mergers and Acquisitions Activity Since 1990: Recent Research and Quantitative Analysis*, Elsevier Finance, p.81.
- Grigorieva, S. e Petrunina, T. (2013), *The Performance of Mergers and Acquisitions in Emerging Capital Markets: New Evidence*, National Research University Higher School of Economics, p.3-34.
- Gugler, K., Mueller, D. C., Weichselbaumer, M. e Burcin Yurtoglu, B. (2012), *Market Optimism and Merger Waves*. Managerial and Decision Economics, vol.33, p.159-175
- Gugler, K., Mueller, D. C.; Yurtoglu, B. B., e Zulehner, C. (2003), *The effects of mergers: an international comparison*, International Journal of Industrial Organization, vol.21, p.625–653.
- Guillem, M. A. L., Piqueras, B. H. e Viñas, J. E. F. (2014), *Do acquirers' stock prices fully react to the acquisition announcement of listed versus unlisted target firms? Out-of-sample evidence from Spain*, Applied Economics Letters, p.1-4.
Link: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2343586 (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Harford, J. e Li, K. A. I. (2007), *Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs*, The Journal of Finance, vol.62, p.917-949.
- Huang, Y. e Walking, R. A. (1987), *Target abnormal returns associated with acquisition: Payment, Acquisition Form, and Managerial Resistance*, Journal of Financial Economics, vol.19, p.329-349.

- Ismail, T. H., Abdou, A. A., e Annis, R. M. (2011), *Review of Literature Linking Corporate Performance to Mergers and Acquisitions*, The Review of Financial and Accounting Studies, p.89-102
- Jensen, M. C. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, The American Economic Review, vol.76, p.323-329.
- Kim, T. (2012), *Financial Constraints and Long-term Performance of Acquirers*, Frostburg State University, p.1-41.
Link: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2204677 (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Kumar, R. (2013), *Impact of M&A announcement and investment financing on stock returns: an empirical study*, Department of Financial Studies - University of Delhi, cap.4, p.90-94.
Link: <http://ir.inflibnet.ac.in:8080/jspui/handle/10603/26650> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Lambert, R. A., Lanen, W.N., e Larcker, D.F. (1989). *Executive Stock Option Plans and Corporate Dividend Policy*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, vol. 24, p.409-425. DOI:10.2307/2330976.
- Lamounier, W. M., e Nogueira, E. M. (2005), *Estudo de eventos: procedimentos e estudos empíricos. In: II Seminário de Gestão de Negócios - Um Enfoque Acadêmico da Realidade Empresarial*, Curitiba, PR, Brasil.
Link: http://www.unifae.br/publicacoes/pdf/IIseminario/iniciacaoCient%C3%ADfica/iniciacao_01.pdf (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Lang, L. e Stulz, R. (1994), *Tobin's q, diversification and firm performance*, Journal of Political Economy, vol.102, n.6, p.1248-1280.
- Li, S. (2015), *Do more mergers and acquisitions create value for the firm?*, School of Social Science -Brunel University, p.10.
Link: <http://v-scheiner.brunel.ac.uk/bitstream/2438/10536/1/FulltextThesis.pdf> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Lintner, J. (1965), *Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification*, Journal of Finance, vol.20, p.587-615.

- Lourenço, A. M. e Coelho, M. M. S. (2008), *Conteúdo informativo do resultado anual na Euronext Lisbon*, Proelium, n.10
Link:http://repositorio.ipsantarem.pt/bitstream/10400.15/82/1/AntonioLourenco_Proelium2008.pdf (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Machado, M. A. L. (2012), *Modelos de previsão aplicados à optimização da gestão das actividades de um Call Center*, Universidade de Lisboa, Faculdade de Ciências, Departamento de Estatística e Investigação Operacional, p.1-127.
Link:http://repositorio.ul.pt/bitstream/10451/9422/1/ulfc104925_tm_Marta_Machado.pdf (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Mackinlay, A. C. (1997), *Event Studies in Economics and Finance*, Journal of Economic Literature, American Economic Association, vol. 35, n.1, p.17-20.
- Mandelker, G. N. (1974), *Risk and Return: The Case of Merging Firms*, Journal of Financial Economics, vol.1, p.303-335.
- Martin, J. D., e Petty, J. W. (2000), *Value Based Management: The Corporate Response to the Shareholder Revolution*, Boston: Harvard Business Scholl Press, p.7.
Link:<http://econpapers.repec.org/bookchap/oxpobooks/9780875848006.htm> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Martynova, M. e Renneboog, L. (2008), *A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?*, Journal of Banking & Finance, Googlebook, vol.32, p.2148-2177.
- Martynova, M.; Oosting, S. e Renneboog, L., (2007), *The long-term operating performance of European Mergers and Acquisitions*. ECGI - Finance Working Paper, p.87.
Link:https://www.google.com/books?hl=pt-PT&lr=&id=JuRxa8TD5xoC&oi=fnd&pg=PA79&dq=The+long-term+operating+performance+of+European+Mergers+and+Acquisitions.&ots=irfiOPTm4_&sig=8YITSVZR6TTXjhJo-LYZ5mspslc
- McNamara, G.M., Halebian, J.J. e Dykes, B.J. (2008), *The Performance Implications of Participating in an Acquisition Wave: Early Mover Advantages, Bandwagon Effects, and the Moderating Influence of Industry Characteristics and Acquirer Tactics*. Academy of Management Journal, vol.51, n.1, p.113-130.
- McGivern, M. H., e Tvorik, S. J., (1998), *Vision driven organizations: measurement techniques for group classification*, Management Decision, vol.36, n.4, p.241-264.

- Moeller, S.B., Schlingemann, F.P., e Stulz, R. M. (2005). *Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave*, Journal of Finance, vol.60, n.2, p.757-782.
- Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. e Stulz, R. M. (2003), *Firm size and the gains from acquisitions*. Journal of Financial Economics, vol.73, p.201-228.
- Morck, M., Shleifer, A. e Vishny, R. (1990). *Do managerial motives drive bad acquisitions?* Journal of Finance, vol.45, p.31-48.
- Mueller, D.C. (1985). *Mergers and Market Share*, The Review of Economics and Statistics, vol.67, n.2, p. 259-267. DOI: 10.2307/1924725.
- Mueller, D. C. e Sirower, M. L. (2003), *The Causes of Mergers Tests Based on the Gains to Acquiring Firms' Shareholders and the Size of Premia*. Managerial and Decision Economics, vol.24, p.373-391.
- Neves, J. C. (2011), *Avaliação e Gestão da Performance Estratégica da Empresa*, Texto Editores, 2ª Edição.
- Nunes, F. M. (2009), *Análise da correlação entre o IBOVESPA e o ATIVO PETR4: Estimação via modelos Garch e modelos aditivos*, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Económicas, Programa de Pós-graduação em Economia, p.1-89.
Link:<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/22664/000733936.pdf?sequence=1>
(visualizado a 2 de junho de 2015)
- Parada, S. (2011), *Portuguese Market Reaction to Earnings and Dividend Announcements*, Tese de Mestrado, Universidade de Aveiro, p.32
Link: <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/6610/1/5259.pdf> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Pinto, I. (2003), *O impacto da divulgação dos factos relevantes no mercado de capitais português*. Dissertação para obtenção do grau de mestre em Finanças, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, Lisboa.
Link:<http://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/526/1/Tese%20Mestrado%20Factos%20Relevantes.pdf> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Poornima, S. e Subhashini, S. (2013). *Impact of mergers and acquisitions across industries in India*, International Journal of Management Research and Development, vol.3, n.2, p.113-125.

- Powell, R. G., e Stark, A. W. (2005), *Does Operating performance increase post takeover for U.K. takeovers? A comparison of performance measures and benchmarks*, Journal of Corporate Finance, vol.11, p.293-317. DOI:10.1016/j.jcorpfin.2003.06.001
- Qian, J., e Zhu, J. L. (2014), *Return to Invested Capital and the Performance of Mergers and Acquisitions*; Shanghai Advanced Institute of Finance; p.5-16.
Link: <http://ssrn.com/abstract=2458816> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Rahman, R. A. e Limmack, R.J. (2004), *Corporate Acquisitions and the Operating Performance of Malaysian Companies*, Journal of Business Finance & Accounting, vol.31, n.3-4, p.359-400.
- Rodrigues, V. (1998), *Fusões e Aquisições: A Evidência Empírica*, Projeto de Investigação apoiado pelo programa PRAXIS XXI, do Ministério da Ciência e Tecnologia, p.5.
Link: <http://www.porto.ucp.pt/feg/repec/WP/WP-98-003.PDF> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Romacho, J. e Cidrais, V. (2007), *A eficiência do mercado de capitais português e o anúncio dos resultados contabilísticos*, Tekhne – Polytechnical Studies Review, vol.4, n.7, p.235-252.
Link: <http://www.scielo.mec.pt/pdf/tek/n7/v4n7a09.pdf> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Ruback, R. S. e Jensen, M. C., (1983). *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*. Journal of Financial Economics, vol.11, p.5-50,
Link: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.244158> (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Scharfstein, D. (2000), *The disciplinary role of takeovers*. Review of Economic Studies, vol.55, n.2, p.185-199
- Scherer, F. M. (2006), *A new retrospective on merges*: Review of Industrial Organization, Harvard University Emeritus, vol.28, p.335, DOI 10.1007/s11151-006-9105-9
- Scherer, F. M. e Ross, D. (1990), *Industrial Market Structure and Economic Performance*, Houghton Mifflin, n.3, p.489-517.
- Scholtens, B. e Peenstra, W. (2009), *Scoring on the stock exchange? The effect of football matches on stock market returns: an event study*, Applied Economics, vol.41, p.3231-3237.
- Schuler, R.S. e Jackson, S.E. (2002), *HR issues, activities and responsibilities in mergers and acquisitions*, School of Management and Labour Relations, Rutgers University, New Brunswick, NJ, USA, p.1.

- Sehgal, S. e Deisting, F. (2012), *The Impact of M&A Announcement and Financing Strategy on Stock Returns: Evidence from BRICKS Markets*, Faculty of Management Studies, University of Delhi, India, International Journal of Economics and Finance; vol.4, n.11, p.79-82.
- Serra, A. P., (2004), *Event study tests: a brief survey*, Working papers da FEP, vol.2, n.3, p.248-255.
Link: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1066816 (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Sharpe, W. (1964), *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, Journal of Finance, vol.19, p.425-442.
- Silva, N. R. (2013), *Fusões: uma análise Multidisciplinar*, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra, p.1-192.
Link: https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/24550/1/Nelson_Silva_Disserta%C3%A7%C3%A3o%5bMCF%5d-2013.pdf (visualizado a 2 de junho de 2015)
- Sirower, M. e O'Byrne, S. (1998), *The Measurement of Post-Acquisition Performance: Toward a Value-Based Benchmarking Methodology*, Journal of Applied Corporate Finance, vol.11, n.2, p.107-121.
- Smiley, R. (1976). *Tender Offers, Transaction Costs and the Theory of the Firm*, Review of Economics and Statistics, vol.58, p.22-32.
- Triches, D. (1996), *Fusões, aquisições e outras formas de associação entre empresas no Brasil*, Revista de Administração, vol.31, n.1, p.14.
- Wansley, J. W, Lane, W. R. e Yang, H. C. (1972), *Abnormal Returns To Acquired Firms By Type of Acquisition and Method of Payment*, Journal of Financial Management, vol.12, n.3, p.16-22.
- Weston, J. F. e Weaver, S. C. (2001), *Mergers and Acquisitions: The McGraw-Hill Executive MBA Series*, cap.1, p.6, Table 1.3, New York, McGraw-Hill.
- Wong, A. e Cheung, K. Y. (2009), *The Effects of Merger and Acquisition Announcements on the Security Prices of Bidding Firms and Target Firms in Asia*, International Journal of Economics and Finance, vol.1, n.2, p.274-283

Wood, V. e Caldas. (2004), *Fusões e aquisições no Brasil*. Revista RAE executivo, vol.2, n.4, p.2.
Link:<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/gvexecutivo/article/view/34989/33767>
(visualizado a 2 de junho de 2015)

Yin, R. (2009), *Applications of case study research*, Beverly Hills, CA: Sage Publishing.

Young, S. D. e O'Byrne, S. F. (2001), *Eva and value-based management: a practical guide to implementation*, United States of America: McGraw-Hill Book.

Zaremba, A. e Płotnicki, M. (2014), *Mergers and acquisitions: evidence on post-announcement performance from cee stock markets*, Business, Management and Education, p.4
Link: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2521049 (visualizado a 2 de junho de 2015)

Outras referências bibliográficas:

Comunicado: Aquisição da TERTIR pela Mota-Engil, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014;
http://www.mota-engil.pt/images/content/680_1_G.pdf

Mota-Engil, Relatório e Contas, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014; <http://www.mota-engil.pt/InvestorBoard.aspx?contentId=131>

NOS, resultado da fusão ZON-OPTIMUS, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014;
<http://www.nos.pt/institucional/PT/sobre-a-nos/quem-somos/Paginas/a-nossa-historia.aspx>

Semapa, Demonstrações Financeiras, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014;
<http://www.semapa.pt/pt-pt/demonstracoes-financeiras>

Semapa, História, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014; <http://www.semapa.pt/pt-pt/historia>

SONAE, Dados Financeiros, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014;
<http://www.sonae.pt/pt/investidores/dados-financeiros>

SONAE, História, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014; <http://www.sonae.pt/pt/sonae/historia/>

Sumol+Compal, Factos Históricos, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014;
<http://www.sumolcompal.pt/quemsomos/>

Sumol+Compal, Relatórios e Contas, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014;
<http://www.sumolcompal.pt/investidores/relatorioscontas>

ZON+OPTIMUS, Informação Financeira, 2014. Visualizado a 25 de junho de 2014;
<http://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/informacao-financeira/Paginas/reportes-financeiros.aspx>